



**UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA**

**INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO**



**MESTRADO EM ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS EUROPEUS**

# **O SECTOR FINANCEIRO DO BRASIL FACE À CRISE INTERNACIONAL**

**UM ESTUDO SOBRE AS CAUSAS DA SUA RESISTÊNCIA**

**Gonçalo Santiago Vaz Cotta Guerra**

**Dissertação orientada pelo Professor Doutor Joaquim Ramos Silva**

**Constituição do Júri:**

**Presidente: Professor Joaquim Alexandre dos Ramos Silva**

**Vogal: Professora Maria Paula Fontoura Carvalhão de Sousa**

**Vogal: Professora Maria Rosa Vidigal Tavares Cruz Quartim Borges**

**Lisboa, Setembro de 2010**



Dedico este meu trabalho:

Aos meus pais Celina e Jorge, por tudo o que fizeram por mim até hoje, e por terem tido a generosidade de ter um filho já perto dos quarenta anos. As minhas qualidades são “a consequência inevitável” do que eles são.

Aos meus irmãos Ana e João, por tudo o que fizeram mim, sobretudo na minha infância, e por sempre me terem feito sentir especial.

À minha cunhada Mónica, pela amizade toda de que me deu provas desde que nos conhecemos.

Ao meu cunhado Paulo, pela sua amizade e carácter.

Aos meus sobrinhos Carolina e ao Lourenço, que espero que um dia leiam esta tese.

Ao Doutor Alberto Cotta Guerra, meu avô, a quem terei que ler esta tese em voz alta.

À Zurich Portugal, especialmente ao Dr. Artur Lucas, pela compreensão que demonstraram pela minha situação de trabalhador-estudante.

E ao Professor Joaquim Ramos Silva, por todo o apoio e entusiasmo que me dispensou.

A todos muito obrigado!

## **Glossário**

**BCB** – Banco Central do Brasil

**BNDES** – Banco Nacional de Desenvolvimento

**FGC** – Fundo Garantidor de Créditos

**IBOVESPA** – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

**IOF** - Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros

**PAC** – Programa de Aceleração e Crescimento

**PDP** – Política de Desenvolvimento Produtivo

**Proer** - Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional

**Proes** - Programa de Incentivo à Redução do Sector Público Estadual na Actividade Bancária

**RAET** – Regime de Administração Especial Temporária

**Taxa SELIC** – Índice de referência para as taxas de juro no Brasil.

**URV** – Unidade Real de Valor

## **Glossário desenvolvido**

**Crise financeira internacional** – Crise financeira que se traduziu em quebra generalizada de confiança nos mercados financeiros desde a falência do banco norte-americano Lehman Brothers (Setembro de 2008), por sua vez, ocorrida na sequência dos desenvolvimentos no sector financeiro logo após o colapso do "sub prime" (2007).

**Deposito compulsório** – Depósitos feitos por determinação legal, que obrigam os bancos comerciais e outras instituições financeiras a depositarem, junto do banco central, parte das suas captações em depósitos à vista e outros títulos.

**Hiperinflação** - Inflação especialmente elevada ou fora de controlo, em que o nível de preços sobe muito, provocando uma desvalorização acentuada da moeda.

**Indexação** - Sistema a partir do qual os agentes económicos criam expectativas em relação aos níveis futuros de preços com base em determinados referenciais.

**Inflação** – Aumento generalizado do nível de preços.

**Plano Real** – Programa do governo brasileiro instituído em 1994, visando a estabilização macroeconómica do país, nomeadamente através do controlo da inflação, e que provocou profundas reestruturações no sistema financeiro.

**Receitas da inflação** - Receitas dos bancos resultantes da lógica de funcionamento de uma economia altamente inflacionária.

**Regulação financeira** – Forma de regulação ou supervisão, que impõe certos requisitos, restrições e normas às instituições financeiras, com o objectivo de manter a integridade e a saúde do sistema financeiro.

# Índice

Glossário.....	4
1. Introdução.....	8
2. Enquadramento teórico.....	12
2.1 Dinheiro e sistema bancário.....	12
2.1.1 As funções do dinheiro.....	12
2.1.2 O negócio bancário.....	13
2.1.3 Base monetária e multiplicador monetário.....	15
2.1.4 Competição no negócio bancário.....	17
2.1.5 A procura de moeda: preços, rendimento real e taxas de juro.....	18
2.2. Taxas de juro e transmissão monetária.....	20
2.3. Equilíbrio nos mercados financeiros .....	22
3. Enquadramento institucional.....	28
3.1. O Brasil e a inflação.....	28
3.2.O Plano Real.....	33
3.3.Consequências do Plano Real para o sistema financeiro.....	37
3.4. Conclusões.....	42
4. Características do sector financeiro brasileiro.....	44
4.1. Visão geral.....	44
4.2. Visão quantitativa do SFB.....	45
4.3. Novos Regulamentos.....	50
4.4.Os problemas do actual sistema financeiro brasileiro.....	54
4.5. Conclusões.....	58

<b>5. Impacto da crise.....</b>	<b>59</b>
<b>5.1- Medidas governamentais de combate á crise.....</b>	<b>60</b>
<b>5.1.1. Medidas anteriores á crise.....</b>	<b>60</b>
<b>5.1.2. Medidas temporárias tomadas durante a crise.....</b>	<b>62</b>
<b>5.1.3. Medidas estruturais tomadas durante a crise.....</b>	<b>66</b>
<b>5.2. Análise das variáveis macroeconómicas.....</b>	<b>68</b>
<b>5.3. Conclusões.....</b>	<b>75</b>
<b>6. Conclusão.....</b>	<b>77</b>
<b>7 Bibliografia.....</b>	<b>79</b>
<b>8 Anexos.....</b>	<b>81</b>

# 1. Introdução

Quais as razões da resistência do sistema financeiro do Brasil à crise financeira internacional? O interesse na procura de respostas para esta questão surgiu com o agravamento da crise financeira internacional a partir da falência do banco americano Lehman Brothers em Setembro de 2008, que lançou a economia mundial numa recessão. Esta crise teve origem na escassez de crédito que resultou dos graves problemas atravessados nesta altura pelos sistemas financeiros das maiores economias mundiais (Hume & Sentance, 2009), quando a generalidade das economias se deparou com decréscimos na produção nos meses a seguir à crise, ao mesmo tempo que se assistia à falência de várias unidades dos seus sistemas financeiros. Com o desenrolar da crise, pareceu evidente que o Brasil era um dos países que estava a sentir menos o impacto da mesma, uma vez que, apesar de ter passado por uma forte recessão nos meses iniciais, foi também um dos primeiros a sair desta situação (*The Economist*, 2009), não se tendo registado nenhuma falência no sistema financeiro. Tendo isto em consideração, e sabendo que a crise internacional expôs a fragilidade dos sistemas financeiros das maiores economias mundiais, pareceu importante procurar explicações para os motivos que levaram o Brasil e o seu sistema financeiro a resistir melhor.

Para tal, era necessário perceber o que distinguia o sistema financeiro do Brasil dos demais. O ponto de partida foi estudar as reformas económicas que tiveram lugar naquele país durante a década de 90, que acabaram com a hiperinflação -uma das características fundamentais da economia brasileira até então - e que tiveram como consequência profundas reestruturações no sector financeiro. A partir do estudo dessas reformas, poder-se-ia tentar entender de que forma elas moldaram o sector financeiro, tornando-o diferente dos outros, partindo da hipótese de que as razões da resistência do



sistema financeiro brasileiro tiveram que ver com as já referidas reformas e com as suas implicações no sistema financeiro.

Foi com o objectivo de testar esta hipótese que o trabalho foi desenvolvido, tendo sido dividido nos seguintes capítulos: Enquadramento teórico; Enquadramento institucional; Características do sistema financeiro brasileiro; Impacto da crise e reacção à mesma.

No capítulo 2 são introduzidos alguns conceitos da teoria económica relacionados com os sistemas financeiros, de forma a enquadrar o tema do trabalho, explicando a importância da moeda e suas funções, as características do negócio bancário e as implicações da concorrência nesse sector. Também são explicados os mecanismos das taxas de juro e da transmissão monetária, bem como o equilíbrio nos mercados financeiros.

No capítulo 3 pretende dar-se uma ideia acerca das transformações ocorridas na economia brasileira durante as reformas que tiveram lugar na década de noventa, sobretudo associadas ao Plano Real. Esta secção começa por explicar a forma de funcionamento da economia brasileira (particularmente do sistema financeiro) antes das reformas. Seguidamente, apresenta-se o Plano Real e a forma como foi implementado, bem como as suas consequências para a actividade financeira.

O capítulo 4 tem como objectivo expor o actual ambiente de funcionamento do sistema financeiro. Nele são referidos alguns dados sobre a composição do mesmo, com a apresentação de alguns indicadores e da importância relativa das várias unidades que o compõem. São também salientadas algumas características distintivas do seu sistema de regulação, que ajudam a entender, pelo menos em parte, as razões que levaram o Brasil a resistir melhor á crise. Por último, expõem-se alguns problemas com que o sistema

financeiro ainda convive e que necessitam de ser resolvidos para que o mesmo se torne ainda mais competitivo e robusto no plano internacional.

Finalmente, é apresentada e explicada, no capítulo 5, a forma como o país reagiu ao agravamento da crise financeira internacional a partir de Setembro de 2008. Este capítulo explica, em primeiro lugar as medidas tomadas pelo governo antes da crise e durante a mesma, analisando de seguida a evolução de diversas variáveis macroeconómicas, bem como a reacção das mesmas ao desenrolar da crise e às medidas tomadas pelo governo para lhe fazer frente.



## **2. Enquadramento Teórico**

Para estudarmos o tema atrás apresentado, é necessário ter uma ideia de como funciona o sistema financeiro. Este capítulo, em que nos baseamos essencialmente em Begg et al. (2003) destina-se a preencher este requisito.

### **2.1. Dinheiro e Sistema Bancário**

O dinheiro é qualquer meio de pagamento que seja geralmente aceite para o fornecimento de bens ou para o estabelecimento de dívidas – é o meio de troca.

#### **2.1.1. As funções do dinheiro**

Embora a principal função do dinheiro seja ser aceite como meio de pagamento, o dinheiro tem três outras funções: servir como unidade de medida, como reserva de valor e como padrão de pagamentos diferidos. Vejamos em que consistem estas quatro funções do dinheiro.

- **Meio de pagamento**

Numa economia de troca é necessário que haja uma dupla coincidência de vontades para que se proceda a uma troca, o que torna o comércio bastante dispendioso, uma vez que é necessário muito tempo e esforço para encontrar alguém que queira fazer trocas mutuamente satisfatórias connosco. Por esta razão, o uso da moeda - qualquer

mercadoria geralmente aceite no pagamento de bens, serviços e dívidas - torna o comércio mais simples e eficiente.

- **Unidade de medida**

Uma unidade de medida é a unidade na qual os preços estão medidos e em que as contas são feitas. A moeda também desempenha esta função, ajudando à eficiência económica.

- **Reserva de valor**

A moeda é uma reserva de valor porque pode ser usada para fazer compras futuras. Para que a moeda seja aceite como meio de troca, tem que conter valor. Ninguém aceitaria a moeda como forma de pagamento para bens fornecidos hoje se a moeda não servisse para comprar bens mais tarde.

- **Padrão de pagamentos diferidos**

A moeda é utilizada como o padrão de pagamentos diferidos, ou como unidade de medida inter-temporal. Por exemplo, quando emprestamos dinheiro, o valor a ser pago no ano seguinte é medido em moeda.

### **2.1.2. O negócio bancário**

Como é sabido, os bancos são os principais actores do sistema financeiro. Grande parte da explicação para a resistência do sector financeiro brasileiro reside na forma como estes reagiram à crise, e na forma como foram afectados pelas profundas reformas verificadas na década de 90.

Os bancos fazem negócio emprestando dinheiro e pedindo emprestado. Para obter depósitos, os bancos contraem empréstimos oferecendo taxas de juro atractivas para os

depositantes, para convencê-los a efectuar esses depósitos, que são no fundo empréstimos dos clientes aos bancos. Os bancos aceitam depósitos oferecendo juros em depósitos à vista e em depósitos a prazo (concedendo melhores taxas de juro neste ultimo caso).

Os intermediários financeiros (categoria na qual os bancos se incluem) especializam-se em juntar os agentes económicos que procuram financiamento e aqueles que pretendem emprestar, ou seja, passar o dinheiro dos agentes económicos com dinheiro a mais para aqueles com dinheiro a menos. É o caso dos bancos comerciais, que são intermediários financeiros autorizados para fazer empréstimos e emitir depósitos, incluindo os depósitos sobre os quais os cheques podem ser passados. A característica fundamental dos bancos, que os distingue dos outros intermediários financeiros (p.e. companhias de seguros e fundos de investimentos) é o facto de alguns dos seus passivos (os depósitos dos clientes) serem usados como meio de pagamento e fazerem parte, por consequência, do stock de moeda.

### **Criação de moeda e *spreads* bancários**

Os bancos são criadores de moeda, uma vez que não é preciso que os seus passivos (o dinheiro dos depositantes) estejam totalmente cobertos por reservas de dinheiro (parte dos seus activos). Isto porque os bancos apenas são obrigados a manter um rácio de reservas nos seus cofres, que é sempre inferior aos depósitos dos seus clientes. Os bancos, na procura da obtenção de lucros, emprestam então a diferença entre o dinheiro dos seus depositantes e as reservas requeridas. Os depósitos dos clientes são a oferta de moeda inicial. Quando foi depositada, essa moeda saiu da circulação como meio de troca, sendo que, no entanto, os depositantes adquiriram o direito de passar cheques

sobre o banco no valor do depósito. Nessa altura, os bancos criaram *overdrafts* não totalmente assentes em reservas monetárias (uma vez que apenas são obrigados a manter como reservas uma parte desses depósitos). Depois emprestaram esses *overdrafts*, ficando o público com mais depósitos no banco (passivos do banco) e com a dívida do empréstimo (activo do banco). Aquele montante, equivalente aos *overdrafts*, que passou a ser simultaneamente activo e passivo do banco, representa a criação de moeda no processo. Os lucros dos bancos resultam, sobretudo, da diferença entre a taxa de juro dos empréstimos que fazem e da taxa de juro que pagam aos seus depositantes. A esta diferença chama-se *spread* da taxa de juro. Ao criarem moeda, os bancos estão a correr um risco: uma vez que os depósitos dos seus clientes não estão cobertos na totalidade pelas suas reservas de moeda, pode gerar-se uma situação em que os depositantes pretendam levantar, simultaneamente, uma quantidade tão grande de depósitos que os bancos não tenham reservas suficientes para responder a essa intenção dos clientes. Isto poderá ocorrer se os depositantes suspeitarem que o banco emprestou demasiado dinheiro. Esta situação, a que se convencionou chamar *pânico bancário*, torna-se recorrente em crises financeiras ou quando existem sinais de que um determinado banco poderá falir. Por determinadas circunstâncias que veremos mais à frente, o sistema bancário no Brasil esteve longe de atingir esta situação durante a crise financeira a que este trabalho se refere.

### **2.1.3. Base monetária e multiplicador monetário**

A **Base Monetária** é a quantidade de notas e moedas em circulação (detida pelo público) privada mais a quantidade detida pelo sistema bancário

O **multiplicador monetário** é o rácio entre o stock de moeda e a base monetária, ou seja, é a proporção através da qual a criação de moeda é feita pelos bancos no decurso do seu negócio.

Atentemos na seguinte fórmula que nos sintetiza a relação entre estas três variáveis: stock de moeda, multiplicador monetário e base monetária:

$$(1) \text{ stock de moeda} = \text{multiplicador monetário} \times \text{base monetária}$$

O valor do multiplicador monetário depende de dois rácios: o rácio de reservas em dinheiro em relação ao total de depósitos desejado pelos bancos e o rácio de dinheiro em circulação em relação aos depósitos bancários desejado pelo público.

Suponhamos que os bancos desejam deter reservas em moeda (R) iguais a alguma fracção (Cb) de depósitos (D), e que o sector privado (o público) detém reservas em moeda (C) equivalentes a uma fracção (Cp) de depósitos D. As fórmulas (2) e (3) explicam-nos a relação entre estas variáveis:

$$(2) \quad R = C_b D$$

$$(3) \quad C = C_p D$$

Vejamos agora a relação entre a Base Monetária (H) e as variáveis R e C:

$$(4) \quad H = C + R = (C_p + C_b) D$$

Esta relação mostra-nos que a Base Monetária está ou em circulação ou nos cofres dos bancos.

Mas qual é a oferta de moeda total, e como ela se relaciona com a Base Monetária e os Depósitos?



$$(5) \quad M = C + D = (C_p + 1)D$$

Podemos desta forma reter que a oferta de moeda total (M) é a soma das reservas (C) com os depósitos (D).

A próxima equação dá-nos o multiplicador monetário, o rácio de M para H.

$$(6) \dots\dots\dots M/H = (C_p + 1) / (C_p + C_b) > 1$$

O multiplicador monetário é tanto maior:

- 1) Quanto menor for a rácio de reservas em relação aos depósitos desejado pelos bancos
- 2) Quanto menor for o rácio de moeda em circulação desejado pelo sector privado em relação aos depósitos.

#### **2.1.4. Competição no negócio bancário**

A desregulamentação e liberalização financeira que se verificaram ao longo dos últimos anos têm sido largamente apontadas como estando em parte na origem da crise financeira internacional, que se relaciona directamente com o objecto de estudo desta tese. Esta tendência acentuou-se ainda mais devido á progressiva abertura das economias e consequente interacção entre os sistemas financeiros a nível internacional. A liberalização e a desregulamentação financeiras têm tornado o negócio bancário cada vez mais competitivo. Os bancos competem uns com os outros, quer ao nível das taxas de juro que oferecem aos depositantes, quer ao nível daquelas que cobram a quem emprestam dinheiro. A diferença entre estas duas taxas de juro (o *spread*) serve para cobrir os custos do negócio bancário. Quando o *spread* excede o valor dos custos do negócio bancário, os bancos têm lucros, que provocam a entrada de mais bancos no

mercado, o que levará mais tarde á erosão desses lucros. Caso existam lucros anormais no mercado bancário, com mais competição, as taxas de juro a que os bancos emprestam caem e as taxas de juro que oferecem sobem. O equilíbrio no negócio bancário acontece quando a soma do custo marginal dos fundos (a taxa de juro dos depósitos) com o custo marginal do negócio bancário e com alguma margem de lucro de equilíbrio, iguala o lucro marginal ganho na concessão de empréstimos bancários. Em concorrência perfeita, todos os lucros anormais são eliminados pela entrada livre de concorrentes.

A existência de regulação no mercado bancário, que implica um grande cuidado no licenciamento de novos bancos, e as economias de escala, explicam a persistência da existência de lucros no sector bancário, mesmo que haja lugar a constantes operações de fusões e aquisições e falências de bancos, como aconteceu no Brasil sobretudo durante os anos 90.

#### **2.1.5. A Procura de moeda: preços, rendimento real e taxas de juro**

Vejamos agora quais são os determinantes da procura de moeda. A detenção de moeda tem um custo de oportunidade: o juro que se perde por deter moeda em vez de obrigações. Existem, no entanto, alguns motivos que poderão levar o público a deter moeda em vez de outros activos apesar deste custo de oportunidade, que passamos a elencar:

- **O Motivo das transacções** reflecte o facto dos pagamentos e os recebimentos não estarem sincronizados.

- O **Motivo da precaução** tem a ver com a incerteza. Detemos moeda para podermos fazer face a contingências que não podemos prever, como, por exemplo, o *timing* dos pagamentos e recebimentos.
- O **Motivo dos activos** tem a ver com a aversão ao risco. As pessoas sacrificam uma taxa média de retorno alta para obter activos com uma taxa de retorno mais baixa mas mais segura.

Estes motivos ajudam-nos a entender porque razão o público detêm uma parte do seu rendimento em moeda, nomeadamente a fracção ( $C_p$ ) de reservas em moeda referida na secção anterior.

Os motivos para deter moeda indicam-nos que há certas razões pelas quais é benéfico deter moeda. Mas também existe um custo, o juro que se perde por não deter, alternativamente, activos que gerem rendimentos. As pessoas detêm moeda até ao ponto em que o benefício marginal de deter mais uma unidade monetária iguala o seu custo marginal (partindo do princípio de que, detendo menores quantidades de moeda do que essa, o benefício marginal é inferior ao custo marginal.)

A procura de moeda é a procura de quantidades monetárias reais, que implicam poder de compra de bens. A procura de  $M_0$  (o tipo de moeda mais líquido de todos) equilibra os benefícios dos motivos de transacções e de precaução resultantes da detenção de uma unidade monetária adicional com o juro de que se abdica por não deter activos que gerem rendimento. A quantidade procurada de moeda real cai à medida que as taxas de juro aumentam. Mantendo tudo o resto constante, um rendimento real maior aumenta a procura de moeda para cada valor de taxa de juro.

A procura de categorias de moeda mais abrangentes (que incluem tipos de moeda menos líquidos) também depende do motivo dos activos. Quando outros activos que

geram rendimento são arriscados, as pessoas diversificam, detendo dinheiro mais líquido. Na ausência de uma necessidade imediata de transaccionar, isto leva a que procura por activos vá mais no sentido daqueles que geram mais rendimentos. Esta procura é tanto maior quanto maior for a riqueza total a ser investida e quanto menor for o diferencial de juro entre os depósitos e os activos de maior risco.

## **2.2. Taxas de juro e transmissão monetária**

Para melhor entender o equilíbrio no mercado monetário, pretendemos nesta secção analisar o papel dos bancos centrais e mostrar como estes influenciam os mercados financeiros, combinando a oferta de moeda com a procura de moeda.

Um banco central é o financiador do governo e dos bancos comerciais, sendo que, para além disto, conduz a política monetária, afectando a quantidade de moeda em circulação.

As notas que estão em circulação representam passivos do banco central, uma vez que foi este que as emitiu, comprando activos financeiros. Os depósitos públicos e dos bancos são feitos pelo governo e pelos bancos comerciais. As reservas e outras contas são depósitos dos bancos centrais de outros países, de outras autoridades locais e de empresas públicas.

Como já tínhamos visto, a **oferta de moeda** é a moeda em circulação fora do sistema bancário, mais os depósitos dos bancos

O montante de moeda criado pelos bancos está limitado pelo banco central, por via dos **requisitos de reservas** impostos pelo banco central, um instrumento fundamental das autoridades monetárias para controlar a oferta de moeda. Os bancos centrais impõem

aos bancos comerciais **rácios de reservas**, que são rácios mínimos de reservas em moeda em relação aos depósitos que os bancos são obrigados a deter. Outro instrumento utilizado pelos bancos centrais é a **taxa de desconto**, que não é mais do que a taxa de juro que o banco central cobra quando os bancos comerciais se querem financiar junto do banco central.

Caso os bancos fiquem com um montante de reservas abaixo daquilo que é exigido, terão que pedir um empréstimo ao banco central de forma a retomar uma situação de conformidade. Os bancos tentam aproximar ao máximo o montante de reservas que detêm do mínimo requerido, uma vez que a detenção de moeda tem, como sabemos, um custo de oportunidade. Quanto maior for a taxa de desconto praticada pelo banco central, menor será a tendência dos bancos comerciais para irem até ao limite, já que se ficarem abaixo do mínimo exigido terão que pagar ao Banco Central uma taxa de juro mais elevada. Através destes instrumentos, o banco central controla a oferta de moeda, monitorizando a criação de moeda por parte dos bancos comerciais. Como veremos mais à frente neste trabalho, os elevados requisitos de reservas impostos pelo Banco Central do Brasil (BCB) são uma característica distintiva desta economia. Durante a crise, o BCB reduziu estes requisitos, como forma de aumentar a base monetária, estimulando desta forma o sistema financeiro

Mas de que forma o banco central procede a alterações que influenciam a base monetária? Através de operações de mercado aberto, que ocorrem quando o banco central altera a base monetária através da compra ou venda de activos financeiros no mercado aberto. Enquanto os anteriores métodos de controlo monetário (rácio requerido de reservas e taxa de desconto) afectam o multiplicador monetário, as operações de mercado aberto alteram a base monetária e, consequentemente, a oferta de moeda. Este é, hoje em dia, o método de controlo da oferta de moeda mais utilizado.

Outra função importante dos bancos centrais é a de serem os **emprestadores de último recurso**, que asseguram os empréstimos aos bancos comerciais no caso de estes se depararem com falta de liquidez. Esta característica dos bancos centrais (a de serem emprestadores de últimos recurso) é importante para que os pânicos bancários sejam evitados, e para que, conseqüentemente, o sistema financeiro tenha estabilidade e seja visto com confiança pelos depositantes. Para além disto, com o objectivo de fazer supervisão prudencial, o banco central exige que os bancos tenham um *capital adequacy ratio*, que é um valor mínimo requerido de capital do banco em relação aos seus empréstimos e investimentos. Isto assegura que, se o banco fizer empréstimos ou investimentos que se revelem desacertados, existe capital nos bancos para fazer face a essas perdas sem que os clientes sejam prejudicados - só os accionistas serão.

### **2.3. Equilíbrio nos mercados financeiros**

Como é determinado o equilíbrio, nos mercados financeiro, através da combinação da oferta e procura de moeda? É dessa explicação que esta secção irá tratar.

A oferta de moeda ( $L$ ) é a oferta de moeda nominal ( $M$ ) dividida pelo nível de preços ( $P$ ). O banco central controla a oferta nominal de moeda. Quando os preços mudam, o banco central pode controlar a oferta de moeda no curto prazo, uma vez que pode mudar a oferta de moeda mais depressa do que a mudança de preços. O equilíbrio no mercado monetário é atingido quando a quantidade de moeda real procurada é igual à quantidade oferecida.

De que forma os mercados monetário e de obrigações se conjugam para assegurar o equilíbrio no mercado monetário? Se partirmos do princípio que os agentes económicos detêm apenas dois tipos de activos (moeda e obrigações). Teremos então:

$$(7) \quad L_o + B_o = W = L_d + B_d$$

$$(8) \quad B_o - B_d = L_d - L_o$$

Em que  $W$  é a riqueza real,  $L_o$  é a oferta real de moeda existente,  $B_o$  é a oferta real de obrigações existente,  $L_d$  é a procura real de moeda real e  $B_d$  a procura real de obrigações. Os agentes económicos dividem a sua riqueza entre moeda e obrigações. Se, por exemplo, houver um excesso de oferta no mercado monetário, a taxa de juro estará mais baixa e, conseqüentemente, a procura de obrigações será mais baixa. Então, para tornar as obrigações mais atraentes, quem imite obrigações fá-lo-á a uma taxa de juro mais alta. Isto irá, por um lado, aumentar a procura de obrigações até ao nível de equilíbrio, e também, uma vez que o custo de oportunidade de deter moeda aumenta, irá diminuir a procura de moeda no mercado monetário, trazendo-a para o nível de equilíbrio. Desta forma, ambos os mercados (o monetário e o de obrigações) retornarão ao nível de equilíbrio.

## **Mudanças no equilíbrio**

Uma mudança, quer no nível de oferta de moeda, quer no nível de procura da mesma, alteram o equilíbrio no mercado de bens. Estas mudanças podem resultar dos seguintes factores:

- Queda na oferta de moeda
- Aumento no rendimento real
- Mais competição no sistema bancário
- Controlo monetário

Na verdade, é difícil ao banco central controlar a oferta de moeda, quer através da base monetária, quer através da imposição de rácios de reservas aos bancos. Uma vez que o banco central é o emprestador de último recurso, é-lhe difícil controlar a base monetária, uma vez que, quando os bancos querem aumentar os depósitos e os empréstimos, podem sempre obter dinheiro do banco central. Quanto ao multiplicador monetário, é também difícil controlá-lo, uma vez que é fácil aos bancos contornar as imposições de rácios de reservas através do uso de mercados financeiros estrangeiros. O que os bancos centrais fazem é o seguinte: tentam prever os rácios de reservas em relação aos depósitos que vão ser escolhidos pelos bancos e pelas famílias, e depois calculam o tamanho provável do multiplicador monetário. A partir daqui, o banco central fixa a taxa de juro aceitando a oferta de moeda de equilíbrio resultante da taxa de juro.

## **Alvos e instrumentos de política monetária**

Um instrumento monetário é a variável sobre a qual o banco central faz as suas escolhas diárias. Este instrumento é utilizado para ajudar a política monetária a alcançar os seus



objectivos primordiais, que podem ser a estabilização dos preços, do produto, manipulação da taxa de câmbio, etc. Mas para atingir estes objectivos, os bancos centrais precisam de alvos intermédios, que são indicadores-chave usados para guiar decisões acerca das taxas de câmbio. As taxas de juro são o instrumento acerca do qual as decisões de política são feitas, mas são utilizadas para guiar decisões acerca das taxas de juro, pelo que se conclui que as taxas de juro se deverão ajustar ao estado da economia. Na última década, a política monetária teve duas características. Em primeiro lugar, os bancos centrais passaram a ter como objectivo primordial a estabilidade de preços. Depois, a oferta de moeda passou a ser menos importante como alvo intermédio, sendo substituída nessa função pelos alvos de inflação.

### **Mecanismo de transmissão da taxa de juro**

O mecanismo de transmissão da política monetária é o canal através do qual essa política afecta o emprego e o produto. A política monetária afecta emprego e o produto através da influência que exerce em duas variáveis: o consumo e o investimento.

Começando pelo consumo, podemos dizer que a política monetária afecta esta variável através do efeito sobre a riqueza, que é o deslocamento da função de consumo devido à mudança na riqueza das famílias. A moeda e as taxas de juro provocam este efeito de duas maneiras, uma directa, outra indirecta: em primeiro lugar, uma vez que a moeda é um dos componentes da riqueza das famílias, uma maior oferta real de moeda aumenta a riqueza das mesmas; para além disto, as taxas de juro afectam indirectamente a riqueza das famílias, através de variáveis como o preço das acções ou das obrigações de longo prazo: taxas de juro mais baixas aumentam o valor destes activos, acrescentando à riqueza das famílias que as possuem.

Para além do efeito sobre a riqueza, a política monetária afecta o consumo através do efeito sobre o crédito para consumo de bens duradouros. Quanto maior for a oferta de crédito, maior a propensão dos consumidores para pedirem empréstimos para a compra de bens duradouros. E quanto maior for o custo do crédito, i.e., quanto maiores forem as taxas de juro, menor a capacidade das famílias pagarem os seus empréstimos. Um aumento da base monetária aumenta, portanto, a oferta de crédito e o seu custo. É através da interacção destas duas variáveis - efeito na riqueza e mudanças no crédito ao consumo - que a política monetária afecta a função de consumo. Esta interacção faz parte do mecanismo de transmissão da política monetária que, através destes dois efeitos, afecta o produto de equilíbrio e o rendimento. Como veremos mais à frente neste trabalho, o governo brasileiro utilizou estes mecanismos de transmissão para estimular a procura agregada durante o período de maior impacto da crise.



### **3. Enquadramento institucional**

Para que possamos entender a resposta do sector financeiro brasileiro à crise internacional surgida em 2008, é fundamental que tenhamos uma ideia acerca das profundas reestruturações a que este sistema foi sujeito durante a década de 1990, por ocasião da aplicação do Plano Real. Destas mudanças estruturais resultaram algumas das principais características do sector, características essas que, como pretende provar este trabalho, o colocaram numa situação mais sólida para enfrentar a crise financeira internacional.

#### **3.1. O Brasil e a inflação - O “método” e a “loucura”**

Uma das principais características da economia brasileira na sua época anterior ao Plano Real consistia nos elevadíssimos níveis de inflação. Ao longo de décadas, inúmeros planos governamentais de combate à inflação tentaram em vão eliminar ou, ao menos, mitigar esta doença macroeconómica que era, na altura, endémica (Franco, 2005).

Mas porque razão era a inflação tão perniciosa para o desenvolvimento do Brasil? Para responder a esta questão, convém analisar as principais consequências que os elevados níveis de inflação, com carácter duradouro, têm para as economias.

Segundo Begg et al. (2003), os principais problemas da inflação acontecem quando duas condições de verificam:

- Os níveis de inflação anual não são antecipados pelos agentes económicos;
- As instituições (p.e., as entidades reguladoras e o governo, através da política fiscal e monetária) não deixam que a economia se ajuste totalmente ao nível da inflação, partindo do princípio de que ela é esperada.

Associadas à primeira condição, temos sobretudo duas consequências da inflação que prejudicam a saúde económica de qualquer país: os chamados custos de “sola do sapato” e os “custos de menu”. Quanto aos primeiros, temos que a inflação tende a fazer com que as taxas de juro nominais subam, para que a economia se ajuste de forma a impedir que a variação das taxas de juro reais assuma valores negativos. Mas como foi referido na introdução teórica, a subida das taxas de juro aumenta o custo de

oportunidade de deter dinheiro. Portanto, com inflação mais alta, os agentes económicos irão deter menos moeda, o que levará a que tenham que despende mais tempo e energia a efectuar transacções. Quanto aos “custos de menu”, temos que, para se adaptar aos novos níveis de preços, os agentes económicos são obrigados a proceder a contas de aritmética, uma vez que os preços, bem como as relações entre eles, mudam constantemente. A fim de continuarem a pensar em termos reais (havendo ausência de ilusão monetária), os consumidores despendem tempo e esforço a comparar os preços pós inflação com os anteriores. Estes dois tipos de custos (“sola do sapato” e “custos de menu”) são óbvios mas difíceis de evitar, mesmo quando a inflação é antecipada. Quando não é, eles são ainda maiores.

Mas de que forma pode o governo não deixar que a economia se ajuste totalmente ao nível de inflação, partindo do princípio que ela é esperada?

Segundo os mesmos autores, outro dos problemas que acontece quando a inflação é antecipada, é o facto do sistema fiscal não se adaptar, impedindo que a economia se ajuste. Por exemplo, num sistema de tributação progressiva, as receitas fiscais do governo crescem porque os rendimentos nominais também aumentam, sendo os contribuintes empurrados para escalões contributivos superiores, onde uma parcela maior dos seus rendimentos é tributada, sem que tenham aumentado em termos reais. O governo fica a ganhar, mas os contribuintes vêm o seu rendimento real reduzido. Um problema semelhante ocorre com aqueles que detêm investimentos em activos financeiros. O valor destes activos sobe apenas para que o seu valor real seja mantido, mas a subida é tributada como se fosse uma mais-valia. Mais uma vez, apenas o governo fica a ganhar.

Begg et al. (2003) explicam ainda as consequências da inflação não antecipada. Este tipo de inflação tem duas consequências negativas: ao nível redistributivo e ao nível geracional. Quando os preços sobem de forma não antecipada, os detentores de activos nominais ficam a perder, acontecendo o contrário com os detentores de passivos nominais. Os contratos de venda ou de empréstimo podem prever um nível de inflação esperado, mas não um inesperado. Se alguém emprestar dinheiro com uma determinada maturidade e taxa de juro e, durante esse período, os preços aumentarem inesperadamente a uma taxa maior do que a taxa de juro estipulada no contrato, quem emprestou fica a perder, acontecendo o inverso com o tomador do empréstimo. A

inflação inesperada redistribui, portanto, riqueza dos emprestadores para os tomadores de empréstimos.

Outra redistribuição que acontece é entre o sector privado e o governo, uma vez que níveis de inflação inesperada reduzem o valor real da dívida do governo ao sector privado. Era, em parte, de acordo com esta lógica que o sistema financeiro brasileiro funcionava antes da implementação do Plano Real, como veremos mais á frente.

Ao nível da equidade inter-geracional, a inflação também tem efeitos negativos, uma vez que, em média, as pessoas com poupanças são mais velhas do que aquelas que procuram financiamento, pois ao longo da sua vida acumularam poupança e pagaram as suas hipotecas. Parte dessas poupanças são emprestadas através da compra de activos financeiros cujo rendimento, como já vimos, se desvaloriza com a inflação inesperada. Portanto, as pessoas mais velhas (os emprestadores) vêem parte da sua riqueza transferida para as gerações mais novas, gerando uma forma de iniquidade inter-geracional, desincentivando a poupança.

Os mesmos autores realçam ainda os custos associados à incerteza acerca da inflação no futuro. Em primeiro lugar, a incerteza acerca da inflação torna o processo de planeamento das famílias e das empresas muito mais complexo, aumentando os custos associados ao processo de planeamento, e a consequente perda de eficiência económica.

Por outro lado, temos que os agentes económicos têm aversão ao risco Begg, et al. (2003), preferindo a estabilidade a flutuações do nível de actividade económica e dos seus indicadores, como a inflação. Quando os agentes económicos celebram contratos, a incerteza acerca do nível futuro da inflação implica incerteza acerca do valor final dos negócios nominais feitos actualmente. Este é um custo importante da inflação, e é uma forte razão para tentar evitá-la, uma vez que níveis médios mais baixos de inflação reduzem a incerteza acerca da inflação futura.

Há ainda um aspecto a considerar: enquanto estes autores pensavam sobretudo em ritmos de inflação moderada, no Brasil, especialmente a partir dos anos 80, a situação era de hiperinflação, o que tornava os seus efeitos ainda mais negativos. Numa tentativa de contrariar a constante perda do valor da moeda em termos reais, foi imposto um sistema generalizado de indexação, a partir do qual os agentes económicos criavam expectativas em relação aos níveis futuros de preços com base em determinados

referenciais (p.e., no mercado de trabalho, os salários estavam indexados à evolução do índice de preços do consumidor).

No entanto, e apesar de tudo isto, a luta contra a inflação (ou a ausência dessa luta, resultado de políticas acomodatórias) foi motivo de controvérsia, uma vez que não era consensual, quer entre os académicos, quer entre os decisores políticos, que o descontrolo no nível de preços fosse um problema cuja resolução devesse ser uma prioridade. Segundo Gustavo Franco, no seu texto *Auge e declínio do inflacionismo no Brasil*):

“Nos últimos 60 anos, e com incontáveis vestimentas e disfarces, economistas, políticos e pensadores brasileiros encontravam *funcionalidade* na inflação, vale dizer, vislumbraram *um método nessa loucura*. Eles viram que, para financiar o investimento público, tributar sem ritos congressuais, corrigir (ou viciar) preços relativos, amolecer a rigidez nominal de contratos e livrar-se de dívidas, a inflação parecia ter uma contribuição para o crescimento brasileiro tão essencial quanto pecaminosa.” (Franco, 2005: p. 258).

O Brasil constituiu-se, nesta altura, como o paradigma de uma economia inflacionária, tendo até servido de referência a outros países com problemas de alta inflação (como por exemplo a Rússia), nomeadamente quanto a métodos de indexação de preços. Este regime, de acordo com o qual a economia conviveu durante tanto tempo, também não ajudava à internacionalização das empresas brasileiras, uma vez que, como salienta Silva (2002), uma forte variação dos preços internos conduz ao recurso a moedas estrangeiras nas transacções externas, penalizando a economia interna, deixando os preços expressos em moeda nacional de servir como indicador transparente para os agentes. Apesar de tudo, como foi sublinhado por Gustavo Franco, eram vários os defensores do sistema inflacionista no Brasil. Escapa ao âmbito deste trabalho explicar quais as correntes de pensamento económico e político que se opunham nesta discussão (combater ou não a inflação e de que forma) e as razões de cada uma. Importa apenas reter que a inflação era vista, por largos sectores da sociedade brasileira, como algo cuja eliminação teria que ser feita com base em políticas de estabilização que seriam incompatíveis com uma lógica desenvolvimentista, e que a economia brasileira (e muito especialmente o seu sistema financeiro) se habituou a viver neste ambiente, e de acordo

com ele forjou uma lógica de funcionamento muito própria. A maioria dos bancos (estatais e privados) funcionava, portanto, há décadas de acordo com a lógica da inflação. Segundo Baer e Nazmi (2009), a inflação ajudava os bancos brasileiros de três formas:

- Permitia-lhes obter receita fácil através do pagamento de taxas de juro reais negativas ou baixas sobre o excesso de captações acima dos limites de reserva.
- Reduzia o valor real dos seus passivos, diminuindo a probabilidade de insolvência.
- Acrescentava liquidez ao facilitar o pagamento das dívidas aos tomadores de empréstimos.

O fenómeno da inflação foi, ao longo de décadas, causa de um crescimento significativo na quantidade de bancos comerciais e de filiais de bancos privados e estatais já estabelecidos. O crescimento médio da taxa de inflação foi, na década de 50, de 17,3%, de 44,8% na década de 60, de 33,8% na década de 70, chegando aos três dígitos na década de 80 e aos 4 na primeira fase da década de 90 (Baer e Nazmi, 2009).

Ainda segundo os mesmos autores, nesta fase, os bancos obtinham grandes ganhos com o *float*, que consistia numa receita baseada em vários tipos de obrigações de baixo custo, como o recebimento de impostos, os depósitos à vista, as garantias de empréstimos, etc., que pagavam pouco ou nenhum juro por vários dias ou mais. Estes recursos eram utilizados pelos bancos para investir em títulos de curto prazo que pagavam taxas de juro nominais elevadas. As elevadas taxas de retorno que eram obtidas durante estes períodos de inflação tornavam a fundação de novos bancos interessante para muitos grupos. Estas “receitas da inflação” eram, em 1991 e 1992, responsáveis por mais de 41% das receitas do sector bancário.

**Tabela 1 - Ganhos dos bancos brasileiros com a inflação (% do total das receitas)**

Ano	Ganhos com a inflação/Total das receitas
1990	35,7 %
1991	41,3%
1992	41,9%
1993	35,3%
1994	20,4%

*Fonte: Banco do Brasil/Baer e Nazmi (2009)*



Importa também fazer referência à forma como os bancos estaduais eram utilizados de acordo com a lógica da inflação, até para que possamos mais adiante compreender o impacto que o Plano Real teve na sua reestruturação. Como explicam Baer e Nazmi (2009), após o regresso do país à democracia, no início dos anos 80, os governantes dos estados (que, naquela altura, não podiam ser reeleitos), serviam-se dos bancos estaduais para financiar a eleição dos seus delfins. Estes bancos, que recebiam depósitos do público e de instituições estaduais, concediam empréstimos a entidades governamentais, tendo desta forma meio de financiar grandes projectos de obras públicas, aumentando por essa via o emprego nesses estados. Como vimos atrás, o ambiente inflacionário convidava à utilização deste tipo de expediente, uma vez que as altas taxas de inflação levavam a que o serviço da dívida dos estados aos bancos estaduais fosse coberta, sendo que, desta forma, como foi referido por (Doellinger, 1999), citado por Baer e Nazmi, os bancos estaduais serviam de “instrumentos para financiar os deficits orçamentais dos estados”.

Como podemos constatar, os bancos (e, de alguma forma, o sector público) estavam adaptados à lógica inflacionista de funcionamento do sistema financeiro, retirando grande parte dos seus benefícios do aproveitamento da mesma.

### **3.2. O Plano Real**

Feito este retrato da lógica de funcionamento do sistema financeiro brasileiro durante o reinado do inflacionismo, estamos agora em condições de tentar perceber de que forma o Plano Real (que logrou curar a economia brasileira desta doença) afectou o sistema financeiro e provocou a sua reestruturação profunda e radical, reestruturação esta cujas consequências este trabalho pretende apresentar como uma das principais causas da resistência do sistema financeiro brasileiro à crise.

Importa referir que desde o início do processo de democratização, nos anos 80, foram várias as tentativas infrutíferas de estabilizar os níveis de inflação. Segundo Henriques (1993), citado por Gustavo Franco, houve, durante este período:

“Oito programas de estabilização económica, 15 políticas salariais, 54 alterações de sistemas de controlo de preços, 18 mudanças de política cambial, 21 propostas de renegociação da dívida externa, 11 índices oficiais de inflação, 5 congelamentos de preços e salários e 18 determinações presidenciais para cortes drásticos nos gastos públicos, juntando-se a isto 5 mudanças de padrão monetário a partir de 1986.”

Todas estas medidas falharam no combate á inflação. Segundo Baer e Nazmi (2009), esta ineficácia ficava a dever-se sobretudo a duas razões primordiais: o facto de os défices do governo serem financiados pelo Banco Central através da emissão de moeda, e a ausência de uma reforma fiscal sólida que, por muito que tivesse consequências duras no curto prazo, seria a única forma de travar o processo inflacionista. De acordo com Franco (2005), a chave para entender a crise fiscal e a hiperinflação era compreender que esta última servia para financiar (e mascarar) os constantes déficits orçamentais, possibilitando que o estado continuasse a viver acima dos seus meios. Para travar esta situação, impunha-se uma política de estabilização credível, diferente das que haviam sido previamente ensaiadas.

Isto aconteceu quando Fernando Henrique Cardoso, nomeado Ministro da Fazenda pelo Presidente Itamar Franco em Maio de 1993, deu início a um novo programa de estabilização, a que chamou “Plano de Acção Imediata”. Este plano, como explicam Baer e Nazmi (2009), tinha como pontos mais importantes um corte rigoroso nas despesas públicas, uma maior severidade na cobrança de impostos e o equilíbrio dos relacionamentos financeiros com os governos dos estados. Os estados tinham enormes dívidas para com o governo federal, e o plano de Fernando Henrique excluía a hipótese de novos empréstimos antes do pagamento dessas dívidas. Em Dezembro de 1993, o Ministério da Fazenda apresentou um novo programa de estabilização que era composto por duas medidas fundamentais: em primeiro lugar, uma reforma fiscal, que consistiria num aumento colectivo dos impostos, na criação de um fundo social de emergência e um corte nas despesas do estado; em segundo lugar, a ideia da criação de uma nova moeda, que teria como primeiro passo a criação de um novo sistema de indexação. Este sistema foi introduzido em Julho de 1994, consistindo num indexador chamado URV (Unidade Real de Valor), que foi equiparado ao dólar numa base de um por um, juntando à já referida reforma fiscal uma reforma monetária. Segundo Gustavo Franco (2005), o Plano Real, enquanto reforma monetária, trouxe uma abordagem bastante

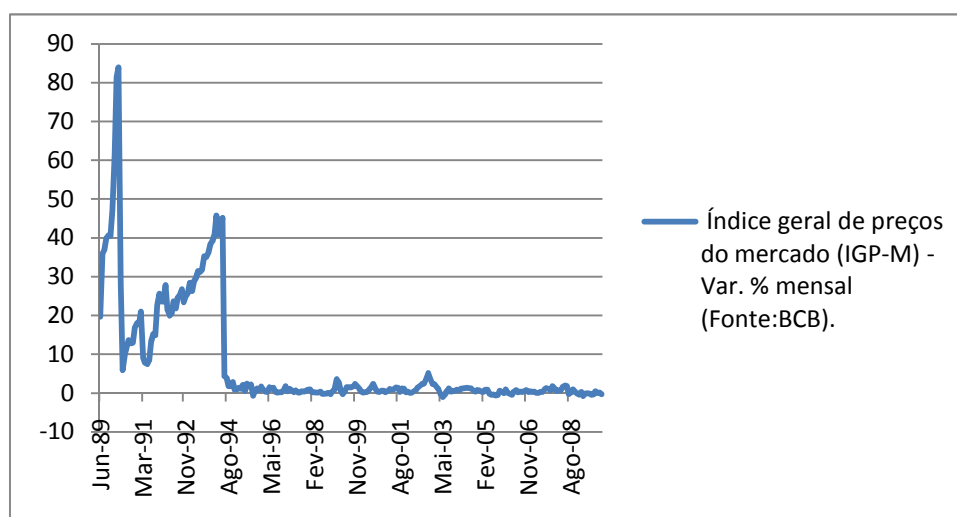
inovadora que logrou ultrapassar a grande desconfiança do público em relação a este tipo de programas (fruto da acumulação de “planos falhados”), uma vez que forneceu uma “solução de mercado”, criando uma moeda estável. Em Julho de 1994, uma grande quantidade de preços era já cotada em URV, introduzida meses antes, tendo nessa altura o governo decidido a circulação de uma nova moeda, o Real, cuja unidade era igual a esse indexador.

A introdução da nova moeda foi acompanhada de uma política monetária restritiva, que consistia em empréstimos de curto prazo para financiar exportações, um depósito compulsório sobre depósitos á vista (parcela que os bancos são obrigados, por determinação legal, a depositar no Banco Central) e um limite da expansão da base monetária. Estas medidas visavam diminuir o stock de moeda através de uma redução da base monetária, variáveis referidas na equação (1) da introdução teórica. Para além disto, o governo decidiu manter elevadas as taxas de juro, com o objectivo de desincentivar um aumento excessivo no consumo.

Os impactos iniciais do Plano Real foram positivos: a inflação foi drasticamente reduzida. De uma taxa de inflação anual de 2407% em 1994, passou-se para uma de 68% em 1995 e de 9,3% em 1996 (*Conjuntura Económica*, citada por Baer e Amman, 2009). O crescimento do PIB também aumentou, chegando a uma média mensal de 5,1% na segunda metade de 1994. A taxa de investimento, que se havia mantido baixa durante a década transacta, também registou um incremento significativo nesta fase, chegando a 16,3% do PIB no conjunto do ano de 1994. O consumo, por seu turno, aumentou em consequência da aplicação do Plano Real, facto que se ficou principalmente a dever ao aumento do poder de compra dos grupos de rendimento mais baixo, fruto da recém-adquirida estabilidade inflacionária e do aumento dos salários reais (Baer & Amman, 2009).

Vejamos o gráfico 1, que nos dá uma ideia inequívoca do sucesso do Plano Real no combate á inflação.

**Grafico 1- Índice geral de preços do mercado (IGP-M) - Var. % mensal .**



*Fonte: Séries temporais do BCB*

No início da década de noventa, a inflação mensal no Brasil registava valores quase sempre acima dos dois dígitos. Com a implementação do Plano Real, podemos observar, não só a queda imediata na subida mensal do nível de preços assim que a nova unidade de medida foi implementada, mas também a forma como o Banco Central do Brasil, como referido por Gustavo Franco (2005) se mostrou capaz de introduzir consistência macroeconômica através de “âncoras” que sustentadamente mantiveram a inflação em níveis baixos (políticas fiscal e monetária restritivas e, no início, uma política cambial de valorização excessiva do real face ao dólar.)

Como referem Baer & Nezmi (2009), uma vez que a reforma fiscal inicial foi muito limitada, e que se procedeu a uma desindexação da economia no final da mesma, as autoridades passaram a contar muito com o uso de uma elevada taxa de câmbio para manter a estabilidade de preços, que dependia de uma abertura cada vez maior da economia. À medida que os preços das importações caíam em termos de moeda nacional, os aumentos de preços entre os produtores nacionais moderavam-se necessariamente. Convinha, no entanto, que, apesar deste mecanismo se mostrar eficaz no curto prazo, se procedesse a uma reforma fiscal no longo prazo de forma a emprestar credibilidade à política, fazendo passar a ideia de que não estávamos perante reformas efêmeras, mas antes diante de uma “mudança de paradigma”. Acontece que uma reforma fiscal mais ambiciosa dependia de mudanças constitucionais difíceis de conseguir, e, por conseguinte, permaneceu a ênfase na âncora cambial. Para manter esta

âncora, foi necessário atrair grandes volumes de capital externo para sustentar a estabilidade da moeda e para reduzir o défice do sector público.

As elevadas taxas de câmbio, ao mesmo tempo que serviam para controlar a inflação, ajudaram a aumentar o défice comercial. O saldo da balança de pagamentos passou a ser negativo desde 1995. Este retrocesso foi causado pela combinação do aumento das importações e da desaceleração do crescimento das exportações. Este conjunto de factores provocou, na altura, uma desaceleração forte no crescimento do PIB.

### **3.3. Consequências do Plano Real para o sistema financeiro**

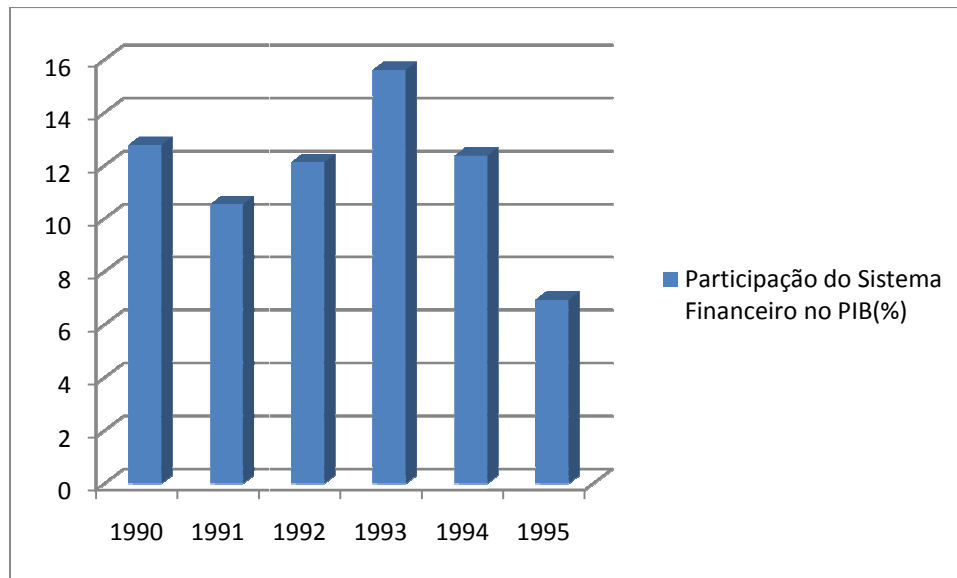
De que forma a entrada em vigor do Plano Real afectou o funcionamento e a estrutura do sistema financeiro? Já vimos que este estava muito adaptado ao ambiente inflacionário e à lógica com que funcionava.

O controlo da inflação e a subida pronunciada das taxas de juro tiveram um forte impacto no sistema bancário. À medida que o Plano Real se desenrolava, o aumento do nível das taxas de juro começava a “fazer estragos”, uma vez que um grande número de empresas e indivíduos tinham grandes dificuldades em pagar as suas dívidas. De acordo com Baer & Amman (2009), o não pagamento dos empréstimos passou de um total de 7% (no sector privado) para quase 21% em Dezembro de 1995. Para além disto, o balanço dos bancos sofria com o facto dos seus passivos terem um prazo de vencimento inferior ao das receitas auferidas pelos seus activos. Os bancos estatais, habituados que estavam ao papel de fornecedores de crédito ao sector público, não tendo por essa razão desenvolvido sistemas eficazes de gestão de crédito e de risco, enfrentaram sérias dificuldades nesta altura.

As “receitas da inflação” - já atrás referenciadas - foram drasticamente reduzidas, como já vimos, pelo final das altas taxas de inflação em consequência da aplicação do Plano Real. Os lucros dos bancos passaram a depender mais de operações de empréstimos e de rendimentos resultantes de receitas de comissões, i.e., de rendimentos característicos de um ambiente económico com ausência de hiperinflação. O final desta última trouxe consigo uma diminuição do peso do sector financeiro na economia, que passou de um peso relativo de 15,6% no PIB em 1993 para menos de 7% em 1995 (Baer & Amman),

i.e., passou por um cura de emagrecimento, como podemos constatar através da análise do gráfico seguinte.

**Gráfico 2- Participação do sistema financeiro no PIB (%)**



*Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE / Baer e Nazmi*

De que forma o governo brasileiro aplacou o choque trazido ao sistema financeiro pelo fim da hiperinflação? Para lidar com os bancos em dificuldades, o BCB fez uso de três instrumentos que, de acordo com a lei, podiam na altura ser aplicados às instituições financeiras:

- Liquidação extrajudicial
- Intervenção
- Administração especial temporária

Um instrumento importante para ajudar as instituições financeiras em dificuldades no período imediatamente após a entrada em vigor do Plano Real foi o Fundo Garantidor de Créditos (FGC), criado por iniciativa dos bancos privados, que visava aumentar a confiança no sistema financeiro, e para o qual todas as instituições financeiras tinham que contribuir. O FGC dava cobertura aos depósitos e aplicações nos bancos que pudessem falir, ser liquidados ou alvo de intervenção por parte das autoridades naquele período. Este instrumento, embora não tivesse partido de uma iniciativa directa do governo, foi importante na estratégia de reestruturação do sistema financeiro do BCB.

Fazendo uso de uma lei que permite a liquidação de todas as instituições privadas insolventes, o BCB liquidou, entre 1 de Julho de 1994 e Dezembro de 1996, 25 bancos privados e um estatal. No final de 1997, o Banco Central tinha liquidado, intervindo ou colocado sob o Regime Administrativo Especial Temporário (RAET) 43 instituições financeiras (Baer, Nazmi, 2009). A tabela 2 dá-nos uma ideia acerca do número e do tipo de bancos que foram alvo da intervenção do BCB no período decorrente entre a implementação do Plano Real e o fim de 1997.

**Tabela 2 - Número de instituições alvo de intervenção do banco central no sistema bancário sofrendo liquidação, intervenção ou em RAET**

Tipo de Banco	Número de instituições
Bancos de investimento	1
Bancos comerciais privados nacionais	4
Bancos estatais comerciais	3
Bancos estatais de desenvolvimento	1
Bancos nacionais múltiplos com participação estrangeira	2
Bancos nacionais múltiplos privados	28
Bancos estatais múltiplos	4
Total	43

*Fonte: Banco Central do Brasil / Baer e Nazmi (2009)*

Observe-se que a maioria destas instituições (bem mais do que metade) era constituída por bancos privados, pelo que podemos concluir que estes bancos (mais do que os estatais ou federais) estavam menos preparados para sobreviver no contexto pós-inflacionário.

Com o objectivo de preservar a estabilidade do sistema financeiro, foram criados pelo governo instrumentos para ajudar à sua reestruturação e fortalecimento, nomeadamente o PROES (Programa de Incentivos para a Reestruturação do Sistema Financeiro Público Estadual) e o PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional). O governo abriu ainda o sistema bancário à participação estrangeira directa, com o objectivo de fortalecê-lo através da injeção de capital novo, incentivando os bancos estrangeiros a participarem no processo de reestruturação através da compra de unidades do sistema.

**Tabela 3- Privatização de bancos públicos**

Data	Instituição	Comprador	Valor (R\$ Milhões)
26-06-1997	Banerj	Itaú	311
07-08-1997	Credireal	BCN	121
04-12-1997	Meridional	Bozano, Simonsen	266
14-09-1998	Bemge	Itaú	583
17-11-1998	Bandepe	ABN Amro	183
22-06-1999	Baneb	Bradesco	260
17-07-2000	Banestado	Itaú	1625
20-11-2000	Banespa	Santander	7050

*Fonte: Notas técnicas do Banco Central do Brasil*

O PROER, introduzido no final de 1995, foi utilizado pelo BCB para coordenar as fusões e aquisições de bancos em dificuldades. Este programa incluiu a criação de um sistema de incentivos fiscais aos bancos compradores, bem como linhas de crédito a taxas de juro abaixo do mercado, patrocinadas pelo banco central e por dois bancos federais, o Banco do Brasil e a Caixa Económica Federal.

Também os bancos estaduais enfrentaram grandes dificuldades a seguir à entrada em vigor do Plano Real - não só aquelas com que os bancos privados se depararam, mas outras associadas à sua instrumentalização por parte dos governos estaduais, que os viam como uma fonte de financiamento dos seus *deficits*. Para proceder à reforma destes bancos, o governo criou o Plano de Incentivos para a Reestruturação do Sistema Financeiro Público Estadual (PROES), com o objectivo de reduzir o peso dos bancos públicos no sector financeiro. Na prática, com este programa, o governo federal convenceu os estados a permitirem a “federalização” (controlo por parte do governo federal) dos bancos estaduais que apresentavam dificuldades, oferecendo-se para reprogramar as dívidas dos seus governos. Depois da federalização dos bancos estaduais, o governo colocou-os em Regime de Administração Especial Temporária (RAET) (fazendo uso da lei RAET, de 1987), com o objectivo de reestruturar esses bancos, preparando-os para uma posterior privatização. Foi o que aconteceu, por exemplo, com o Banerj, que foi posteriormente vendido ao Itaú, e ao Banespa, mais tarde adquirido pelo Santander. Estes dois programas, como já vimos, ajudaram a



reestruturar os bancos estaduais e a estimular uma rápida consolidação do sector. Ajudaram, também, a uma efectiva redução do peso do sistema financeiro na economia, uma vez que desceram, segundo Baer & Amman (2009): o número de bancos que contavam somente com capital nacional; o número de bancos estatais; o número de funcionários de bancos; o número de empregos bancários; a participação dos bancos estatais no total de depósitos.

Podemos concluir daqui que o governo brasileiro, embora tenha ajudado algumas instituições financeiras a acomodar os efeitos do Plano Real, deixou cair também outras, aproveitando para “limpar” do sistema os bancos que se mostraram inaptos para sobreviver nas novas condições.

Apesar dos sucessos alcançados pelo Plano Real em relação à inflação, o Governo Brasileiro não se mostrou capaz, numa primeira fase, de proceder a uma reforma fiscal efectiva, o que provocou uma contínua degradação da situação orçamental do governo federal, sobretudo ao nível do saldo operacional (no qual se incluem os pagamentos dos juros da dívida). O Saldo do orçamento operacional passou de 0, 5% do PIB em 1994 para um deficit de -8,4% do PIB em Janeiro-Novembro de 1998 . O saldo primário também se agravou, passando 4, 3% do PIB em 1994 para -0,1% em 1998 (Baer, Nazmi 2009). Esta deterioração do saldo primário ficou a dever-se à ausência de controlo dos gastos de governo, que se sobrepunham ao aumento das receitas que também se verificava. A raiz das dificuldades de implementação encontrava-se nos obstáculos políticos encontrados no congresso pelo presidente Fernando Henrique Cardoso, cuja administração se mostrava incapaz de implementar as reduções de despesas com o pessoal que pretendia e que eram indispensáveis para ajudar a resolver o problema orçamental. Para além das despesas com o pessoal, outro factor que agravou o saldo primário foi a necessidade, por parte do Governo Federal, de fazer sucessivas transferências para os estados com o objectivo de salvar bancos estaduais da falência, nomeadamente através do PROER. Para fazer face ao crescimento do défice orçamental (decorrente, em grande parte, da lentidão da implementação de um ajuste fiscal eficaz), o Governo fazia-se valer cada vez mais de medidas provisórias. Foi apenas por força do advento da crise económica de 1998 e da decorrente intervenção do FMI que o governo de Fernando Henrique Cardoso conseguiu implementar um pacote de medidas orçamentais que resultaram na tão ambicionada e indispensável reforma fiscal, que só

foi possível negociar com sucesso no Congresso por força da imposição das instituições internacionais.

### **3.4. Conclusão**

Este capítulo permitiu-nos ter uma ideia: do ambiente económico em que o sistema financeiro brasileiro funcionava antes das reformas levadas a cabo pelas instituições governamentais em meados dos anos noventa; da natureza dessas reformas; da forma como essas reformas mudaram o modo de funcionamento da economia, mudando o contexto em que as instituições financeiras operavam, forçando a sua reestruturação.

A hiperinflação e as condições económicas por si provocadas levavam as instituições financeiras a funcionar de uma forma ineficaz e pouco ortodoxa, que era, no entanto, a que lhes possibilitava sobreviver nessas condições. As reformas levadas a efeito pelas autoridades – provocadas pela consciência de que não era de todo desejável que a economia do Brasil continuasse a conviver com a instabilidade macroeconómica crónica – trouxeram consigo o fim da hiperinflação. As novas condições macroeconómicas obrigaram o sistema financeiro a adaptar-se a uma economia com níveis baixos de inflação, provocando a saída das instituições que se mostraram incapazes de se adaptar ao novo ambiente, tendo esta reestruturação sido facilitada pelas autoridades governamentais.



## **4. Características do sector financeiro brasileiro**

### **4.1. Visão geral**

Como já vimos, no período anterior ao Plano Real, o sistema financeiro brasileiro, particularmente o bancário, funcionava de acordo com uma lógica de inflação constante e elevada. Para além disto, muitos bancos estatais eram utilizados pelos respectivos estados para financiar os consecutivos défices dos seus governos. Por razões que já foram apresentadas, estas características do sistema financeiro em estudo foram desaparecendo com a implementação do Plano Real e com o processo subsequente, que trouxe, por um lado, a inflação para níveis aceitáveis e, por outro, a “federalização” (e, nalguns casos, a privatização) dos bancos estatais, que consumiam (devido à sua lógica de funcionamento) grande parte dos recursos públicos e diminuía a capacidade do sistema financeiro se tornar eficiente.

Convém agora tentar perceber as principais características do actual sistema financeiro brasileiro, que o tornam, de certa forma, diferente dos outros, e que poderão ajudar a explicar a sua maior resistência à crise financeira internacional.

Com este objectivo, iremos expor neste capítulo alguns aspectos descritivos do sistema em estudo. Primeiro, apresentaremos uma análise de alguns indicadores relacionados com o mercado bancário, que nos ajudarão a ter uma ideia da sua composição e do peso relativo de cada unidade. De seguida, veremos o ambiente regulatório do sistema financeiro do Brasil, e o modo como estas características contribuem para diferenciá-lo dos restantes. Por último, consideraremos alguns dos problemas ainda existentes no sector, e cuja resolução ou mitigação será necessária no futuro.

## **4.2. Visão quantitativa do SFB**

A nossa pesquisa tornava necessário que dispuséssemos de uma visão quantitativa, que nos desse uma ideia geral acerca da sua actual composição, bem como da sua nova fisionomia resultante do processo de reestruturação. Um conjunto de quadros e gráficos (alguns colocados em anexo) que foi possível obter - focando sobretudo os grandes bancos - permite-nos ter um conhecimento do sistema financeiro brasileiro.

A análise destes indicadores (número de agências, de funcionários, total de depósitos, lucro líquido, Índice de Basileia, património líquido, activo total e depósitos a prazo) revela-nos que o sector bancário brasileiro apresenta actualmente um grau de concentração assinalável. Excepção feita ao indicador “Património Líquido”, os dez maiores bancos em cada indicador representam mais de 85% do mercado, sendo que em quase todos os indicadores os cinco primeiros se distanciam substancialmente dos restantes. Cinco bancos aparecem na lista dos dez maiores em todos os indicadores: Banco do Brasil, Bradesco, Caixa Económica Federal, Itaú e Santander.

O BNDES lidera a lista dos bancos com maior lucro líquido, com perto de R\$ 2.360.000 milhões.

A lista dos bancos com maior activo total também é liderada por um banco público, no caso o Banco do Brasil. De entre os 6 maiores bancos tendo em conta os indicadores “Activo Total” e “Lucro Líquido” (BB, Bradesco, CEF, BNDES, Itaú e Santander), metade são públicos, o que revela um peso ainda muito expressivo do sector público no negócio bancário, apesar da tendência de abertura do mercado ocorrida logo a seguir à reestruturação de meados dos anos noventa. A análise do Índice de Basileia - que mede a proporção entre o capital das instituições financeiras e o valor de seus activos ponderados pelos riscos (Fonte: IE UFRJ) - dos seis maiores bancos mostra-nos que é o Santander aquele que apresenta a maior proporção entre estas duas variáveis. O índice mínimo exigido pelo BCB era, em 2005, 11%, sendo que o valor recomendado internacionalmente é de 8% (Fonte: Federação Brasileira de Bancos).

**Tabela 4 - Número de agências**

Banco do Brasil	Nº de Agências	%
Banco do Brasil	4.992	27,3
Itau	3.764	20,5
Bradesco	3.426	18,7
Santander	2.295	12,5
CEF	2.078	11,3
HSBC	892	4,9
Banrisul	432	2,4
BNB	183	1
Banestes	130	0,7
Citibank	127	0,7
<b>Total</b>	<b>18.319</b>	

*Fonte: Banco Central do Brasil (2009)*

Peso dos 10 maiores no total do sector	95,00%
--	--------

**Tabela 5 - Número de funcionários**

Banco	Nº de Funcionários	%
Banco do Brasil	121.730	23,0
Itaú	111.128	20,9
CEF	105.757	19,9
Bradesco	79.355	14,9
Santander	50.781	9,6
HSBC	28.019	5,3
BNB	12.595	2,4
Banrisul	11.405	2,1
Citibank	5.829	1,1
Safr	4.612	0,9
<b>Total</b>	<b>531.211</b>	

*Fonte: Banco Central do Brasil (2009)*

Peso dos 10 maiores no total do sector	93,1%
--	-------

**Tabela 6 - Total de depósitos**

Banco	Total de Depósitos (Reais)	%
Banco do Brasil	327.193.317	28,5
Itau	197.324.375	17,2
CEF	185.301.247	16,1
Bradesco	170.224.493	14,8
Santander	121.825.906	10,6
HSBC	65.499.131	5,7
BNDES	26.615.666	2,3
Votorantim	26.319.706	2,3
Banrisul	15.642.928	1,4
Citibank	11.986.431	1,0
<b>Total</b>	<b>1.147.933.200</b>	

*Fonte: Banco Central do Brasil (2009)*

Peso dos 10 maiores no total do sector 87,00%

**Tabela 7 - Lucro líquido**

Banco	Lucro Líquido (em R\$ Mil)	%
BNDES	2.360.735	22,6
Itau	2.269.048	21,8
Banco do Brasil	1.979.275	19,0
Bradesco	1.818.937	17,4
CEF	869.943	8,6
Santander	426.211	4,1
UBS PACTUAL	245.118	2,3
Safra	193.062	1,9
Banrisul	146.066	1,4
BNB	123.468	1,2
<b>Total</b>	<b>10.431.863</b>	<b>100%</b>

*Fonte: Banco Central do Brasil (2009)*

Peso dos 10 maiores no total do sector 87,6%

**Tabela 8 - Índice de Basileia**

Banco	Índice de Basileia
Santander	28,27
Bradesco	17,92
BNDES	16,74
Itau	16,73
CEF	16,08
Banco do Brasil	13,29

*Fonte: Banco Central do Brasil (2009)*

**Tabela 9-património líquido**

Banco	Património Líquido (Reais)	%
Santander	52.525.986	22,2
Itau	49.763.907	21,0
Bradesco	39.277.715	16,6
Banco do Brasil	33.682.510	14,2
BNDES	26.566.703	11,2
CEF	12.339.456	5,2
VOTORANTIM	7.001.908	3,0
HSBC	5.831.561	2,5
Citibank	4.776.630	2,0
SAFRA	4.668.350	2,0
<b>Total</b>	<b>236.434.726</b>	

*Fonte: Banco Central do Brasil (2009)*

Peso dos 10 maiores no total do sector	73,8%
--	-------



**Tabela 10-Activo Total**

Banco	Activo Total Mil R\$	%
Banco do Brasil	669904747	22,1
ITAU	592845394	19,6
BRADESCO	428911224	14,2
BNDES	360473568	11,9
CEF	341963822	11,3
SANTANDER	327769959	10,8
HSBC	107986023	3,6
VOTORANTIM	89895911	3
SAFRA	65255178	2,2
CITIBANK	44242297	1,5
<b>Total</b>	<b>3.029.248.123</b>	

*Fonte: Banco Central do Brasil (2009)*

Peso dos 10 maiores no total do sector 85,4%

**Tabela 11-Depósitos a prazo**

Banco	Depósitos a prazo(em Mil R\$)	%
Banco do Brasil	180868287	28,2
Itaú	124842536	19,4
BRADESCO	97118983	15,10
SANTANDER	84040670	13,1
CEF	54576532	8,5
HSBC	53173659	8,3
VOTORANTIM	22743303	3,5
SAFRA	9279098	1,4
BANRISUL	8684240	1,4
Citibank	7661359	1,2
<b>Total</b>	<b>642.988.667</b>	

Peso dos 10 maiores no total do sector 86,7%

*Fonte: Banco Central do Brasil (2009)*

A análise destes dados sugere a existência de um mercado oligopolista, com um elevado nível de concentração, em que os grandes bancos públicos e privados concorrem directamente entre si. Embora esta estrutura se afaste da concorrência perfeita, existem também vantagens na existência de unidades com grande poder de mercado, uma vez que são estas as que mais têm hipótese de produzir inovação no sector e ganhos de escala ao nível dos serviços bancários e financeiros. Importa também referir que, no Brasil, existe uma certa especialização sectorial dos bancos, estando uns mais focalizados em determinados sectores económicos do que os outros.

Um exemplo do alto grau de concentração bancária é o facto de o Itaú (o maior banco privado brasileiro) ser um dos maiores 15 bancos do mundo e quase não ter negócios no estrangeiro. Este banco tem planos de internacionalização (tem inclusivamente uma importante participação no BPI), mas os elevadíssimos lucros registados no Brasil não o levam a ver esta hipótese estratégica como uma prioridade (nem sequer como uma necessidade). O Banco do Brasil tem também, actualmente, planos de expansão, nomeadamente para a América Latina, visando servir os cidadãos e as empresas brasileiras residentes nesses países.

É importante também registar o facto de os maiores bancos terem bons indicadores quanto ao Índice de Basileia. Os altos valores evidenciados revelam uma boa condição de solvabilidade e capacidade para resistir a choques.

O sistema combina assim elementos de concentração e concorrência e pode, com regulamentação adequada, beneficiar dos dois lados.

#### **4.3. Novos regulamentos**

A reestruturação do sistema financeiro em estudo, iniciada em meados dos anos 90 implicou grandes mudanças no ambiente em que actuavam os bancos. A abertura da economia que se seguiu pôs a nu as ineficiências do sector, nomeadamente ao nível da capacidade de recuperação de empréstimos concedidos. Para além disto, as políticas monetária e fiscal restritivas seguidas contribuíram para dificuldades de crédito ainda maiores por alguns sectores da economia. O desaparecimento dos “lucros inflacionários”, referido atrás, revelou a incapacidade de muitos bancos na adaptação a um clima mais ortodoxo de funcionamento do sistema.

É verdade que o ambiente macroeconómico - nomeadamente as severas políticas de estabilização levadas a cabo pelo governo de Fernando Henrique Cardoso (políticas cambiais, monetárias e de controlo de crédito) - não facilitaram a adaptação do sector financeiro ao novo ambiente pós-inflação. No entanto, segundo Gilberto Lima (2009), citando Moura 1998,

“ (...) este aspecto macroeconómico explicaria apenas a intensidade dos problemas bancários locais, mas não suas causas e desenvolvimentos ao longo do tempo (...) o programa de estabilização também demonstrou que o aparato supervisorio do país não estava devidamente equipado para lidar com os problemas bancários que foram disfarçados pela política monetária acomodatória durante os anos de inflação elevada (...)”.

Segundo Moura (1998), os problemas típicos dos bancos, que impediram grande parte deles de reagir à reestruturação do sistema financeiro, eram os seguintes:

Níveis inadequados de provisão para perdas de empréstimos; concentração sectorial e geográfica de crédito; regras frágeis para os padrões de recebimento de juros; falta de controlos internos adequados; empréstimos conectados; investimentos accionistas dos bancos em instituições não financeiras; dificuldades na monitorização das instituições não financeiras controladoras dos bancos; liberalização prematura das regras de entrada no sistema bancário; fraude.

Já vimos anteriormente que muitos bancos, por força destas características, não conseguiram resistir ao novo ambiente trazido ao sistema financeiro pela reestruturação decorrente do Plano Real, que pôs termo às “ fáceis receitas da inflação”, expondo de forma categórica as deficiências dessas instituições e a sua incapacidade para sobreviver num sistema financeiro assente num clima de maior estabilidade macroeconómica. Já analisámos, também, os instrumentos através dos quais as autoridades (sobretudo o BCB) “limparam” esses bancos do sistema (nomeadamente o Proer, Proes e FGC).

Mas mais do que proceder a uma reestruturação do sistema financeiro que implicasse a liquidação ou integração noutras instituições dos bancos inadaptados às novas condições, havia que melhorar o sistema de supervisão de forma permanente, assegurando dessa forma que os bancos que sobreviveram à reestruturação mantinham práticas de gestão que permitissem a existência de um baixo risco sistémico, tornando

mais apertados os controlos em relação a problemas de risco moral e selecção adversa, inerentes à actividade bancária.

Entre as principais medidas tomadas neste sentido a seguir ao processo de reestruturação do sistema financeiro, destacamos:

- Criação do sistema central de risco de crédito em 1997, usado pela supervisão bancária, onde constam os nomes dos tomadores de crédito de valor igual ou superior a R\$50.000, e um sistema de classificação de cada cliente. Este instrumento tem como objectivo aumentar a transparência e eficiência do sistema financeiro, reduzir a informação assimétrica, melhorar a análise da concentração de risco por devedor e sua medição e, portanto, ajudar as instituições financeiras - que têm desta forma uma melhor ideia acerca da capacidade de pagamento de cada cliente - a tomarem decisões mais eficientes, facilitando a diminuição das taxas de juro das operações reais activas. (Lima, 2005).
- Resolução nº2493, de Maio de 1998, que tornou possível que os bancos vendessem parte ou toda a carteira de crédito a sociedades anónimas de objecto exclusivo, através de empresas de securitização de créditos financeiros, que convertem os créditos das instituições financeiras em títulos negociáveis. Esta medida estimulou os bancos a aumentarem a oferta de crédito, uma vez que facilitou a recuperação do capital emprestado, tornando os activos dos bancos mais líquidos.
- Sistematização de informações acerca do grau de *mismatch* da duração, moedas e taxas entre activos e passivos das instituições financeiras que possibilita ao BCB ter uma visão consolidada do sistema, ajudando à limitação do risco de liquidez em cada instituição bancária, que é avaliado pela Inspeção Global Consolidada (IGC). Esta sistematização foi feita através de um projecto do BCB que visou fortalecer a actividade de supervisão bancária.
- Resolução nº 2554, de Dezembro de 1998, que obrigou as instituições do sistema financeiro a estabelecerem o controlo do risco operacional como uma prioridade, na sequência dos requerimentos do Comité de Basileia
- A partir de 2000, os bancos foram obrigados a classificar o risco dos empréstimos sob critérios mais apertados e abrangentes, de acordo com uma

escala de nove níveis de risco classificados de acordo com a qualidade dos credores, o tipo, o destino e o valor da operação.

São estes alguns exemplos de regulamentos que traduzem o peso crescente que a regulação financeira tem assumido no sector desde a sua reestruturação. A regulação tem-se mostrado efectiva, o que se traduz num grau apreciável de transparência no sistema. *Este facto permitiu que ao longo da última década e meia os bancos brasileiros se afastassem, mais do que em grande parte do resto do mundo, de práticas que hoje são consideradas como estando, em larga medida, na origem da crise financeira internacional, nomeadamente de grandes graus de alavancagem associados a uma utilização cada vez maior das “inovações financeiras” como os derivados – estes instrumentos, apesar de aumentarem a liquidez dos seus activos, expõem normalmente os bancos a maiores riscos de crédito e de mercado, e o mercado financeiro em geral a um maior risco sistémico.* A eficácia da regulação terá ajudado a que o Brasil estivesse menos exposto ao risco sistémico, e que tivesse maior capacidade para resistir ao efeito de contágio da crise financeira internacional.

A eficácia da regulação do BCB e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ganhou também visibilidade externa. Isto pode ser observado pelo conteúdo do artigo publicado em Novembro de 2009 pela revista *The Economist*”, que salienta os reduzidos rácios de dívida das instituições financeiras: *Brazil’s banks have many things to recommend them; indeed they seem to exemplify what might happen if regulators elsewhere got their every wish. They are safe and their lending is well capitalized and profitable (...).*

Convém também lembrar que a economia está muito bem cotada junto do FMI ( que, em 2009, passou a ser financiado também pelo Brasil (Fonte: Valor Económico) e, factor muito importante, junto das agências de *rating* internacionais que, como veremos mais à frente, têm vindo a subir as avaliações da economia brasileira

Talvez possamos concluir que o Brasil, por força da profunda reestruturação do sistema financeiro a que o objectivo de atingir a estabilidade macroeconómica obrigou, foi levado a repensar a regulação do seu sistema financeiro e a forma de financiamento dos bancos antes dos outros países, sujeitando as instituições financeiras a um maior controlo e a uma maior obrigação de controlar os seus procedimentos de gestão de activos e passivos de uma forma que protegesse o sistema financeiro. Nunca é de mais lembrar que o fim da hiperinflação expôs de forma categórica os maus procedimentos

de alguns deles que, como já vimos, foram liquidados ou integrados noutros bancos. As autoridades financeiras do país em análise não ignoraram este aviso.

#### **4.4. Os problemas do actual sistema financeiro brasileiro**

O sistema bancário brasileiro ainda não apresenta, no entanto, um nível de competição suficiente que assegure que todos os brasileiros tenham acesso ao crédito. Os bancos públicos e privados estão presentes sobretudo nas regiões mais ricas, i.e., o sul e o sudeste. O Itaú, por exemplo, tem 25000 agências no Brasil, mas está ausente de 500 municípios, o que dá bem uma ideia do grau de concentração geográfica dos seus negócios, e dos negócios dos grandes bancos em geral.

As taxas de juro praticadas no sistema financeiro brasileiro são elevadas tendo em conta os padrões internacionais. As taxas médias de empréstimos são 35% mais altas do que nos restantes BRIC (Institute for Industrial Development, citado por “The Economist”). Como explica Loyola (2009), antes do Plano Real, pensava-se que as elevadas taxas de juro eram consequência do regime hiperinflacionário, que obrigava o BCB a utilizar a SELIC para defender os activos financeiros domésticos, evitando a fuga para activos reais ou em moeda estrangeira. A estabilização da economia e o nível de inflação, porém, apesar de terem trazido uma redução no nível da SELIC, não conseguiram que a mesma descesse para níveis de acordo com os padrões internacionais. Segundo Loyola (2009), existem três vertentes de hipóteses - que não se excluem umas às outras - que são actualmente aceites para explicar a persistência dos altos níveis de taxas de juro no Brasil:

**Vulnerabilidade fiscal** - Esta hipótese reflecte o facto de a dívida pública estar indexada à SELIC, sendo que, por força da combinação de um regime fiscal com pouca flexibilidade e de uma dívida pública de curta *duration*, os juros mantêm-se altos devido ao elevado risco de *default* e de preço da dívida pública. Isto leva a que a dívida pública seja altamente sensível à SELIC.

**Incerteza jurisdicional** - Segundo esta hipótese, os altos valores registados para as taxas de juro reais são explicados em grande parte pela incerteza sobre a estabilidade e segurança dos contratos financeiros. Segundo Loyola (2009), existe ainda no Brasil um ambiente político-legal que enfraquece sistematicamente o direito dos credores. Esta

incerteza acerca dos contratos explica (em parte) as elevadas taxas de juro pedidas pelos emprestadores para cobrir o risco.

**Equilíbrios múltiplos** - A hipótese dos equilíbrios múltiplos alerta-nos para o facto de a economia brasileira ter caído num “mau equilíbrio” em relação à taxa de juro, uma vez que a alta taxa de juros implica uma grande probabilidade de *default* da dívida, o que leva, por sua vez, a que seja necessária uma taxa de juros nominais mais alta para incorporar esse risco. Esta hipótese implica que só haveria um equilíbrio “bom” caso se obtivesse a mesma taxa de inflação com juros mais baixos.

Importa aqui referir outro aspecto importante: os requisitos de reservas do BCB são bastante elevados quando comparados com os padrões internacionais, o que implica que os bancos têm que afectar uma maior parte dos seus lucros para as reservas, quantias essas que poderiam, de outra forma, emprestar, aumentando a liquidez da economia. No entanto, esta característica do sistema financeiro brasileiro foi, como veremos mais à frente, importante para aumentar a eficácia da política monetária contra-cíclica durante a crise internacional.

Mas não é apenas a taxa SELIC que se encontra acima dos padrões internacionais. Também o valor dos *spreads* bancários - a diferença entre a taxa de juro dos empréstimos que os bancos fazem e a taxa de juro que pagam aos seus depositantes, como já vimos na introdução teórica - são bastante superiores aos registados noutros países, afastando-se ainda dos valores que se esperam de um ambiente “ortodoxo” de funcionamento do sistema financeiro. Mas que razões justificam estes elevados níveis de *spread*? O BCB publica regularmente uma decomposição do Spread bancário que tem por base a diferença entre a média da taxa de juros pedida pelos empréstimos e financiamentos e o custo dos bancos com os depósitos a prazo. Segundo o último relatório do Banco Central, os factores que têm maior influência no alto nível de *spread* bancário praticado no Brasil são o risco de falência, os custos administrativos e a tributação sobre a actividade de intermediação financeira.

**Tabela 12 - Decomposição do Spread**

Componente do Spread	Participação Percentual
Inadimplência	37,4
Resíduo Líquido	26,9
Custo Administrativo	13,5
Impostos Directos	10,5
Tributos e Taxas	8,1
Recolhimentos compulsórios	3,6

*Fonte: Banco central do Brasil*

Esta decomposição mostra-nos que muitas das razões para a existência de *spreads* elevados estão relacionadas com aspectos administrativos e de tributação (recolhimentos compulsórios, impostos directos, custos administrativos) que aumentam os custos dos bancos no processo de intermediação e são transferidos para o público através do *spread*, por um lado, e o grande risco de “default” ainda presente na economia brasileira, por outro. Estes aspectos sugerem que algumas reformas que visassem reduzir o papel destes componentes no *spread* seriam bem-vindas.

Uma palavra, no entanto, para o papel dos pagamentos compulsórios durante a crise, que serviram, nesta altura, como um “colchão de liquidez” (Loyola, 2009) que pôde ser utilizado pelo BCB para aliviar o sistema financeiro na altura de maior aperto.

Convém referir aqui também o papel do BNDES, o banco de desenvolvimento do governo, que apesar de desempenhar um papel fundamental no financiamento da economia (sobretudo durante a crise), provoca alguma distorção no sistema financeiro, que se explica de seguida. O BNDES, que é financiado por impostos sobre os rendimentos do trabalho, financia sobretudo as empresas de grande dimensão. Esta instituição apresenta elevados lucros da sua actividade (como já vimos, é o banco com maior lucro líquido), uma vez que estes empréstimos acarretam pouco risco, e embora se dedique a financiamentos mais arriscados, normalmente conduz as avaliações de crédito mais difíceis para os bancos privados, que cobram por isto um determinado montante, assumindo também o risco resultante do possível incumprimento dos devedores (*The Economist*, 2009). Acontece, portanto, que apesar da importância e valor do seu papel no sistema financeiro, o BNDES acaba por ficar com uma grande parte dos empréstimos de baixo risco de crédito, impedindo dessa forma o desenvolvimento do mercado financeiro nos empréstimos de longo prazo.



Apesar destes problemas, o sistema financeiro (particularmente o bancário) mostra-se saudável, como tem vindo a ser reconhecido internacionalmente. Os seus bancos são considerados seguros pelo público, sendo os seus empréstimos geralmente bem capitalizados e altamente lucrativos, embora, por força dos altos níveis das taxas de juro, o crédito seja ainda inacessível para uma grande parte dos brasileiros. Mas mesmo assim, se compararmos a actual situação à do passado, constatamos que o sistema financeiro evoluiu muito ao longo dos últimos quinze anos, ao nível da solidez dos bancos, da concorrência, da estabilidade das taxas de juro, e do respeito pelos regulamentos. Prova disso é a actual tendência de entrada maciça de capitais vindos do estrangeiro. Estas melhorias colocaram o sistema financeiro brasileiro numa situação privilegiada para resistir à crise financeira que assolou as economias mundiais no último ano e meio, como veremos na secção seguinte.

O número de ofertas públicas de venda também tem aumentado substancialmente, sendo que a maior parte destes investidores são estrangeiros. Um exemplo bem ilustrativo da actual saúde do mercado de capitais é a OPV levada a cabo pelo Santander no decorrer de 2009, que foi a maior do mundo nesse ano. A entrada de capitais registada nos últimos anos tem sido de tal forma intensa que em Outubro de 2009 o governo impôs uma taxa de 2% aos investidores estrangeiros (o IOF), como forma de evitar uma valorização excessiva do Real (Fonte: site institucional do Ministério da Fazenda). As OPV têm outros efeitos benéficos: as empresas que se quiserem financiar desta forma têm que assegurar a sua conformidade com as regras de *corporate governance*, regularizar a sua situação fiscal e a situação dos seus trabalhadores.

Tudo isto trouxe maior solidez e liquidez aos mercados financeiros. O mercado de futuros e de opções de São Paulo é um dos cinco maiores do mundo (em volume de transacções) (*The Economist*, 2009). A oferta de crédito, outrora escassa devido à hiperinflação e às elevadas taxas de juro (que, no entanto, permanecem elevadas, embora menos do que antes), tem crescido de uma forma sustentada, graças às reformas anteriormente referidas.

## 4.5. Conclusão

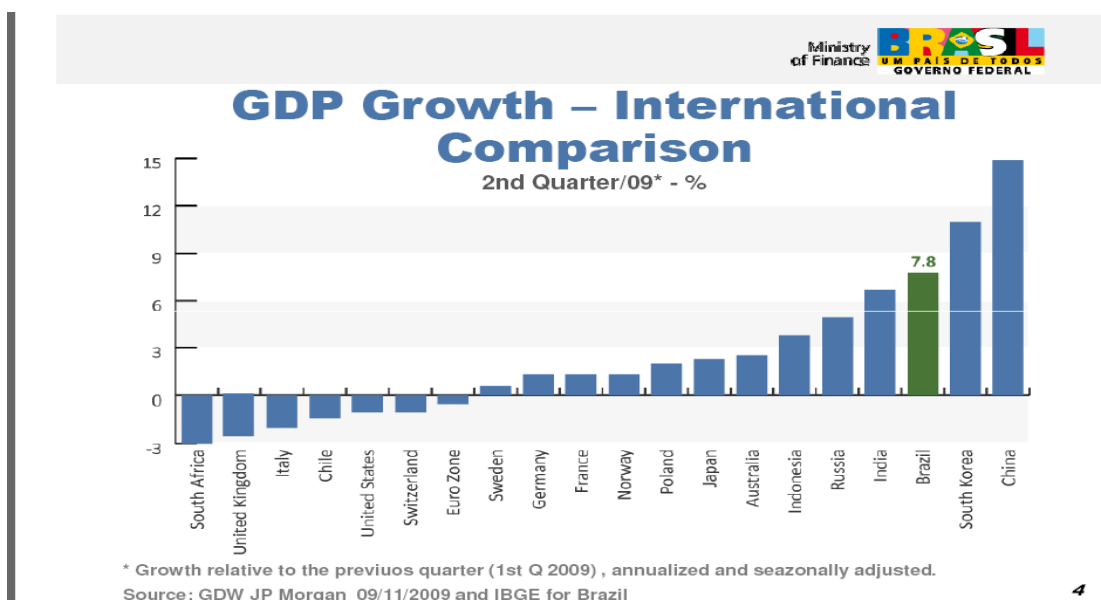
Pudemos neste capítulo ter uma noção mais clara das especificidades do sistema financeiro brasileiro, através da exposição de dados quantitativos sobre as suas unidades, das características do seu sistema de regulação e de alguns problemas que prejudicam a eficiência deste sistema. Resulta claro que após o Plano Real - e a saída de cena das instituições menos aptas a sobreviver em condições de estabilidade macroeconómica - o sistema se dotou de bancos de grande dimensão (públicos e privados) que configuram uma estrutura oligopolista que não impede, no entanto, que o sistema financeiro cumpra a sua função de intermediário entre os agentes económicos com excesso de fundos para aqueles com necessidade de financiamento, sendo que estas instituições apresentam indicadores de solvabilidade que sugerem que os seus créditos estão solidamente capitalizados. A saúde do sistema financeiro foi potenciada por um crescimento da dimensão e da eficácia da regulação, que em geral impediu que as suas instituições financeiras assumissem créditos demasiado arriscados, colocando-o numa situação que lhe permitiu enfrentar melhor a crise financeira internacional. Isto não foi, contudo, suficiente para eliminar certas ineficiências do sistema que levam, entre outras coisas, a que o custo do capital seja ainda demasiado alto.

## 5. Impacto da crise

Em Fevereiro de 2010, cerca de um ano e meio depois do começo do agravamento da crise económica internacional, pode constatar-se que o Brasil foi um dos países que melhor resistiu a esta crise. Enquanto a maioria dos países tiveram uma recuperação lenta ou ainda pouco visível, o Brasil foi um dos primeiros países a iniciar a sua recuperação de forma clara.

À entrada do 3º trimestre de 2009, o Brasil apresentava já um crescimento do PIB de 7,8%, o segundo maior de entre os BRIC (ficando atrás apenas da China), ao mesmo tempo que países como os EUA., o Canadá, o Reino Unido, Suíça, a Itália, o Chile ou o México apresentavam um decréscimo na sua actividade económica no mesmo espaço de tempo. Outros países como a Suécia, a Alemanha, a França, a Noruega, a Polónia ou o Japão apresentavam, no período, um crescimento positivo, mas substancialmente inferior ao do Brasil. A Zona Euro apresentava, no entanto, um crescimento negativo (Fonte: Site institucional do Ministério da Fazenda).

**Gráfico 3- Crescimento do PIB no 2º trimestre de 2009**



*Reproduzido a partir do Site institucional do ministério da Fazenda*

A fim de melhor entender em que consistiu a resistência à crise por parte do Brasil (e particularmente do seu sector financeiro) e as medidas adoptadas por parte do seu governo, vamos analisar, em primeiro lugar, as medidas de política económica do

governo federal que podem ajudar a explicar essa resistência e, seguidamente, a evolução de algumas variáveis macroeconómicas que nos indicam qual foi a reacção da economia brasileira (e, particularmente, do seu sector financeiro) à crise internacional.

### **5.1. Medidas governamentais de combate à crise**

Já foram referidas anteriormente, nesta tese, algumas políticas do Governo Federal que, desde meados dos anos noventa, reestruturaram a sua economia e o seu sistema financeiro, e que emprestaram à economia brasileira diversas características que se revelaram úteis perante a crise financeira internacional que se tem feito sentir. Vamos agora especificar algumas medidas de política económica (fiscal e monetária) que foram tomadas antes e durante a crise internacional. Esta análise ajuda-nos a compreender as razões da resistência do Brasil, bem como a entender melhor a evolução dos indicadores macroeconómicos no período estudado. Adoptando aqui a divisão em três grupos feita por Barbosa (2010), sublinhe-se:

- As medidas que foram adoptadas antes da crise e que colocaram o Brasil numa situação privilegiada para a combater;
- As que foram tomadas durante a crise e que ajudaram a economia e o sistema financeiro a superá-la (medidas conjunturais)
- Medidas estruturais, tomadas na sequência da crise, mas que continuarão a ser implementadas e terão efeitos a longo prazo.

#### **5.1.1. Medidas anteriores à crise**

No que respeita às medidas implementadas antes da crise, há que salientar que o governo de Lula da Silva, desde que tomou posse em 2003, direccionou a intervenção do estado para áreas conotadas como sendo alvo preferencial da intervenção de um “welfare state” (nomeadamente o desenvolvimento de mecanismos de protecção social). Isto ajudou, como é salientado por Barbosa (2010), a que, quando foi necessário implementar medidas de combate à crise, não se tivesse perdido muito tempo a discutir as implicações ideológicas das ajudas a disponibilizar, já que a intervenção, da forma como foi feita (e que analisaremos mais em detalhe a seguir), já fazia parte da política de intervenção económica do governo.

Estas medidas de aumento dos mecanismos de protecção social estiveram, em primeiro lugar, ligadas às transferências de rendimento para as famílias de menores recursos, sobretudo através de benefícios no sistema de segurança social e do programa “Bolsa Família”. Estes programas ajudaram a que, quando a crise se fez sentir, a redução no consumo agregado não fosse tão severa. Em segundo lugar, foi política do governo, em concertação com os sindicatos, proceder a aumentos sucessivos do salário mínimo, que cresceu, nos anos anteriores á crise, mais do que o salário médio. Esta política de valorização do salário mínimo não foi abandonada pelo governo durante a crise.

Quanto ao investimento público, temos que nos anos anteriores à crise, o governo brasileiro vinha aumentando o valor das suas despesas em investimento, sobretudo em infra-estruturas. Em 2007, esta política foi integrada no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que influencia, para além do orçamento governamental, os orçamentos das empresas controladas pelo governo. O PAC inclui também um conjunto de descidas de impostos, incentivos financeiros e facilidades de crédito para projectos privados de investimento em infra-estruturas. Também esta medida não foi abandonada pelo governo durante a crise, tendo ajudado a impedir uma queda acentuada nos níveis de investimento durante este período.

A Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) (uma política que visa promover actividades estratégicas, como o crescimento das exportações, do investimento e da despesa em I&D) também foi implementada antes da crise, principalmente através de descidas de impostos e incentivos financeiros. (Barbosa, 2010). Graças a este plano, o governo brasileiro tinha já, na altura em que a crise deflagrou, uma ideia clara acerca das fragilidades do sector industrial no país, factor que ajudou a aumentar a eficácia das medidas tomadas, nomeadamente os benefícios fiscais a atribuir e as linhas de crédito a criar.

Em relação à função pública, o governo deparava-se com a necessidade de confiar tarefas-chave da sua administração a empresas privadas em regime de outsourcing, revelando uma certa incapacidade para impedir a “fuga de cérebros” que poderiam ocupar estas posições governamentais. Com o intuito de aumentar o número funcionários públicos em posições-chave do governo (que eram antes, muitas vezes, confiadas a empresas privadas em regime de “outsourcing”), o governo procedeu a um

aumento dos salários destes trabalhadores, factor que, apesar de estar associado a uma pequena percentagem de trabalhadores, teve um impacto grande a nível macroeconómico, nomeadamente no aumento do valor agregado do rendimento disponível. Esta medida foi também fundamental para combater a saída de grande parte dos trabalhadores mais qualificados, que ficaram assim a trabalhar para o governo, ajudando a economia com os seus altos salários durante a crise.

Todas estas medidas foram tomadas no período anterior à crise, e evidenciam a visão estratégica das autoridades brasileiras, que lançaram na altura devida iniciativas que fortaleceram a sua economia e colocaram o Brasil numa posição privilegiada para resistir à crise.

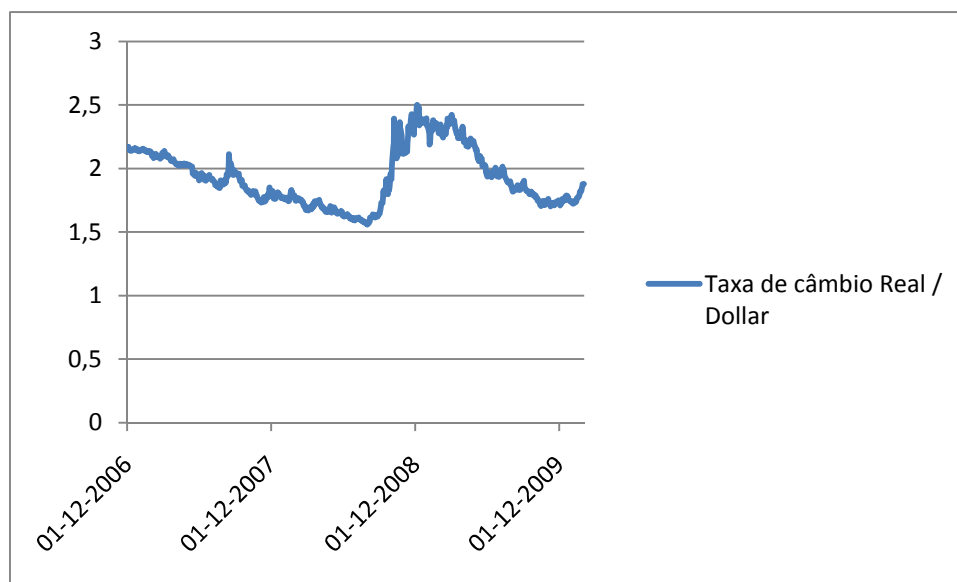
### **5.1.2. Medidas temporárias tomadas durante a crise**

Mas quais foram as medidas tomadas quando o Brasil começou a sentir o impacto da crise internacional (uma vez, apesar de no conjunto ter resistido bem, sentiu de facto esse impacto, como analisamos mais adiante)? Já vimos que, desde meados dos anos 90, as autoridades desenvolveram várias políticas e acções que dotaram a economia de características diferenciadas – sobretudo a reforma do sistema financeiro - que se mostraram fundamentais para combater os efeitos da crise. No entanto, sem determinadas políticas e iniciativas oportunas tomadas no decorrer da crise, a mesma poderia ter tido consequências bem mais graves do que de facto teve. Vamos examiná-las.

Uma das consequências iniciais da crise financeira internacional foi uma escassez de crédito, fruto da redução de linhas de crédito estrangeiras aos bancos e empresas brasileiras, que diminuiu substancialmente a liquidez do sistema financeiro. O país tinha sido seriamente afectado pelas crises passadas (por exemplo, a crise da dívida externa, no início dos anos 1980), não havendo à partida uma garantia de que tal não ia acontecer novamente. A isto veio juntar-se, numa fase inicial, uma depreciação do real (bem visível no gráfico 4) que prejudicou as empresas brasileiras, uma vez que estas haviam, aproveitando-se da diferença entre a taxa de juro nacional e a praticada no estrangeiro, assinado complexos contratos de derivados fazendo arbitragem da taxa de juro, suportados pelos seus lucros de exportação. Quando a crise estalou e o real se desvalorizou (por força da redução das linhas de crédito estrangeiras e das fugas de

capital, que chegaram a atingir US\$ 22 mil milhões (Barbosa, 2010) no último trimestre de 2008), estas empresas enfrentaram graves problemas de liquidez e solvência.

**Gráfico 4 – Taxa de câmbio real / dólar**



*Fonte: Séries temporais do BCB*

O governo tratou de arranjar meios para aumentar a liquidez do sistema financeiro, quer em moeda nacional, quer em moeda estrangeira. Para combater a falta de liquidez em moeda estrangeira, o BCB utilizou o grande volume de reservas acumuladas nos últimos anos (analisaremos isso mais à frente) para vender dólares no mercado cambial e oferecer facilidades de crédito para aos exportadores brasileiros. Para além disto, o governo brasileiro vendeu moeda estrangeira e adquiriu reais para aliviar a pressão especulativa sobre a moeda nacional. Estes esforços mostraram-se bem sucedidos uma vez que, como podemos observar pela análise do gráfico 4, a tendência de depreciação da moeda brasileira trazida pelo agravamento da crise começou a ser invertida no final do ano.

No plano doméstico, uma das primeiras medidas tomadas pelo BCB para combater a falta de liquidez foi a redução dos requisitos de reservas dos bancos, que são no Brasil extremamente elevados, como já assinalámos no capítulo anterior. Esta descida nos requisitos de reservas aumentou a liquidez dos bancos, sem ter no entanto implicado no imediato uma redução da taxa de juro base, e evitou o contágio do mercado de crédito

rinterbancário pela crise internacional. Para impedir que este aumento na liquidez do sistema bancário se cingisse apenas aos grandes bancos públicos, o BCB adotou incentivos temporários para que estes bancos emprestassem aos pequenos e médios, possibilitando desta forma que o Brasil não tivesse nenhuma falência no sistema bancário durante a crise (Barbosa, 2010). Nesta fase, ficou bem patente a relevância dos elevados níveis de liquidez e solvência das instituições financeiras brasileiras, que estavam, por força das reformas conduzidas durante os anos 90, em condições de corresponder às políticas do governo.

O BNDES teve também um papel preponderante na gestão da crise, uma vez que serviu de veículo ao governo para aumentar a liquidez na economia. No início de 2009, o Ministério da Fazenda disponibilizou uma linha de crédito que representava 3,3% do PIB (Barbosa, 2010) para o BNDES. O papel desempenhado pelos bancos públicos na altura de maior impacto da crise financeira internacional pode ser constatado através da análise do gráfico seguinte, que nos dá conta da evolução do índice do saldo das operações de crédito no sistema financeiro nos nove meses posteriores à falência do Lehman Brothers.

**Gráfico 5 - Saldo de operações de crédito do sistema bancário**



*Reproduzido a partir do Site institucional do Ministério da Fazenda*



A política anti-cíclica também incluiu uma redução nas taxas de juro, que não foi, no entanto, imediata. O BCB temia que a depreciação do real tivesse consequências inflacionárias, uma vez que os preços no Brasil tinham registado uma subida no início do ano, o que levava inclusivamente o BCB a subir a taxa de juro para 13,75% antes do deflagrar da crise. Depois do início desta, a depreciação do real (já analisada) levou a que, numa primeira fase, se instalasse um receio de que a inflação atingisse níveis indesejados, levando o BCB a resistir a uma redução da taxa de juro para estimular a actividade económica. Apenas quando se tornou claro que a depreciação do real não implicaria um risco de inflação para a economia brasileira o BCB começou a reduzir a taxa de juro, em Janeiro de 2009 (aliás, o próprio movimento cambial iniciou a sua inversão).

Mas se no início da crise o governo não fez uso da política monetária, de que forma a combateu no curto prazo?

Neste período, o governo compensou a ausência de política monetária sobretudo através da política fiscal, mais precisamente de um conjunto de descidas de impostos indirectos que visaram estimular as vendas e a produção. Estas descidas de impostos abrangeram o sector automóvel, os bens de capital, matérias-primas para a construção civil e as aplicações das famílias.

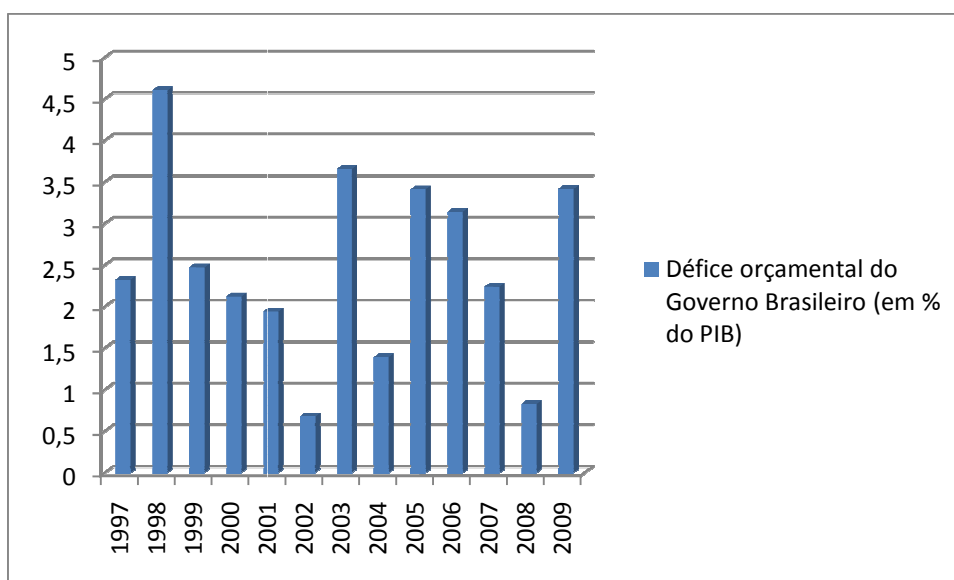
A intervenção do governo federal também se desenvolveu ao nível estadual, de forma a impedir que nos estados fossem levadas a cabo políticas pro-cíclicas (Barbosa, 2010). Foram feitas transferências do governo federal para os estados e municípios, através de dois canais: o governo federal garantiu que as transferências, durante 2009, seriam do mesmo valor orçamentado para 2008 apesar da quebra da receita do governo federal; e ajudou os estados nas suas despesas em infra-estruturas, estimulando o investimento através de programas conjuntos.

Outras medidas temporárias tomadas pelo governo brasileiro para combater a crise tiveram que ver com um aumento da duração do subsídio de desemprego e um subsídio temporário relacionado com as taxas de juro que visava beneficiar as empresas que investiriam em bens de capital durante o ano de 2009. A primeira destas medidas tinha como objectivo apoiar os novos desempregados resultantes da quebra nas exportações e

nos investimentos, e a segunda incentivar as empresas a não adiarem os seus investimentos para 2010 (Barbosa, 2010).

É pertinente salientar também que, na altura de maior impacto da crise, e ao longo do ano de 2009, o governo reviu os seus objectivos orçamentais de forma a conseguir implementar as medidas contra-cíclicas acima expostas. Esta revisão apenas foi possível, no entanto, porque o Brasil se encontrava numa situação orçamental desafogada, com baixo défice orçamental, como pode ser constatado no gráfico 6.

**Gráfico 6- Déficit orçamental do Governo Brasileiro (em % do PIB)**



*Fonte: Site institucional da Secretaria do Tesouro Nacional*

### **5.1.3. Medidas estruturais tomadas durante a crise com efeitos a longo prazo**

Para além das medidas temporárias já elencadas, o governo brasileiro aproveitou o choque da crise para implementar outras que, mais do que responder à crise e aliviar o seu impacto, terão consequências de longo prazo para a economia. De entre as medidas tomadas destacam-se, segundo Barbosa (2010), as seguintes: um novo programa de habitação social destinado às famílias de baixos rendimentos; uma redução na taxa de juro real de base; uma mudança nos escalões de tributação dos rendimentos individuais.

O novo programa de habitação social “Minha Casa, Minha Vida” ajudou a combater a crise económica que teve início em 2008, estimulando o sector da construção (intensivo em trabalho e em matérias-primas nacionais), e aumentando o nível de investimento em R\$ 60 mil milhões, acompanhados por R\$ 28 mil milhões em subsídios (representando 1,2% do PIB) (Fonte: Ministério da Fazenda).

Este programa é composto por cinco iniciativas principais: compra pelo governo de 400 mil habitações que, uma vez concluídas, serão direccionadas para famílias de baixo rendimento a valores de compra e taxas de juro subsidiados; o governo criará um fundo que se juntará a um outro formado pelas contribuições dos trabalhadores que irá subsidiar a compra de casas no mercado por famílias de médio e baixo rendimento; o governo reduziu os impostos indirectos sobre a construção destas habitações de forma a descer o valor unitário das mesmas; criou linhas de crédito especiais para os investimentos privado ligados à construção de habitações urbanas; providenciou subsídios à utilização de novas tecnologias de construção por parte das empresas brasileiras.

Este programa foi, na altura de maior impacto da crise, um importante estímulo, quer ao consumo, quer ao investimento no sector da construção, mitigando os efeitos nocivos da falta de liquidez existente na economia, numa área com forte impacto no rendimento e no emprego no curto prazo. Mas, para além de se ter constituído como uma política contra-cíclica, servirá para que, até ao final de 2010, as famílias brasileiras de baixo e médio rendimento tenham acesso a 1 milhão de novas habitações.

Outra medida de combate à crise que terá efeitos a longo prazo tem que ver com a revisão dos escalões do IRPF, o imposto sobre os rendimentos individuais. O IRPF deixou de ter apenas três escalões (0%, 15% e 27,5%) e passou a ter cinco (0%, 7,5%, 15%, 22,5% e 27,5%), tornando-se desta forma mais progressivo, sendo que esta mudança foi feita de forma a que o montante de imposto efectivamente pago pelos contribuintes individuais tivesse descido 0,2% do PIB, aumentando portanto o rendimento disponível das famílias em 2009, ainda que marginalmente (Barbosa, 2010). O imposto tornou-se, portanto, menos pesado em termos de montante total tributado e mais progressivo. Notemos, mais uma vez, que esta medida, implementada durante a

crise, apesar de ter servido para combatê-la, irá ter um efeito estrutural que não se esgotará quando a mesma for ultrapassada.

Foram nesta secção elencados e explicados os vários instrumentos de que as autoridades se serviram para combater a crise, bem como um certo número de políticas que, sendo anteriores a ela, produziram resultados que fortaleceram a economia brasileira o suficiente para que o impacto da crise financeira internacional fosse sentido em muito menor escala do que nos outros países e recuperação se desse mais cedo. Apesar de algumas destas medidas não estarem directamente relacionadas com o sector financeiro, elas fortaleceram a economia do país e fizeram com que a reacção da mesma, quando o sector financeiro se ressentiu da crise internacional, fosse melhor do que em outros países.

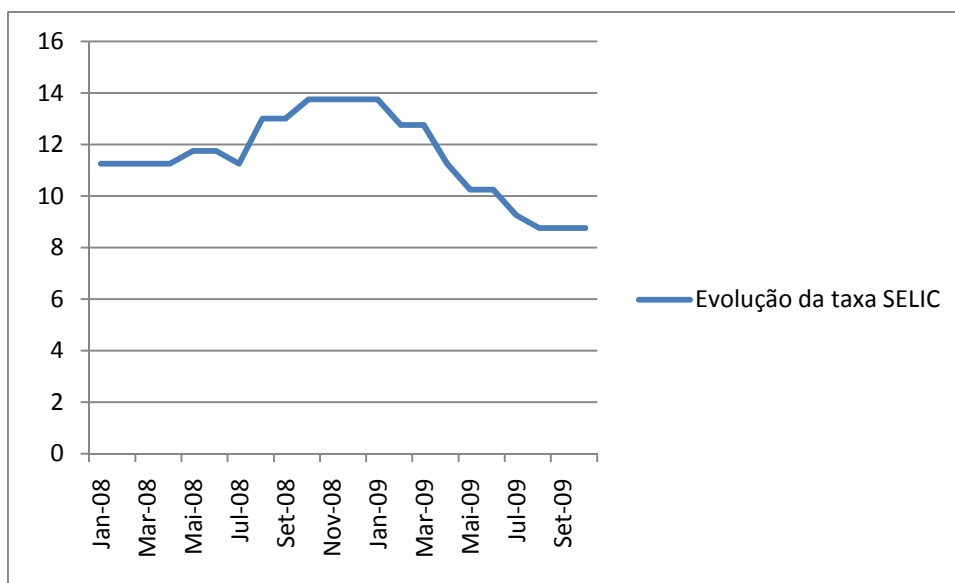
## **5.2. Análise das variáveis macroeconómicas**

É importante que analisemos agora a evolução de algumas variáveis macroeconómicas a fim de compreender melhor a resposta do sector financeiro do Brasil à crise.

Podemos observar que, por razões já explicadas atrás, o sistema financeiro brasileiro convivia com taxas de juro muito elevadas (em Abril de 1999, a taxa SELIC era de 39,5%) (Fonte: séries temporais do BCB). Durante a última década, a SELIC caiu de uma forma apreciável, sendo que, em Setembro de 2008, na altura da falência do Lehman Brothers (tomada como ponto de referência para o assinalar o início da fase mais aguda da crise internacional), a taxa SELIC era de 13,75%. Nos meses imediatamente seguintes, o BCB manteve essa taxa, como já foi referido, devido ao receio de que a desvalorização do real ocorrida desde o agravamento da crise internacional fizesse subir os níveis de inflação. Apenas quando esse receio começou a desaparecer, a partir de Janeiro de 2009, o Banco Central procedeu a uma redução progressiva da SELIC, tendência que se manteve ao longo do ano de 2009, sendo que em Outubro taxa era de 8,75%. Esta evolução da taxa de juro de base pode ser observada no gráfico 7. Podemos daqui concluir que, na altura de maior impacto da crise, o Brasil se mostrou capaz de, num primeiro momento, manter as suas taxas de juro e, pouco tempo depois, adoptar uma política monetária expansionista e contracíclica que resultou na redução do custo de obtenção de crédito, ajudando o conjunto da economia a fazer face aos impactos exógenos da crise internacional.

É importante referir que, uma vez que no Brasil se praticavam taxas de juro elevadas em comparação com outros países, estas reduções nas taxas de juro foram relativamente mais drásticas, o que levou a que a política monetária contra-cíclica brasileira fosse mais efectiva, produzindo maior impacto na retoma.

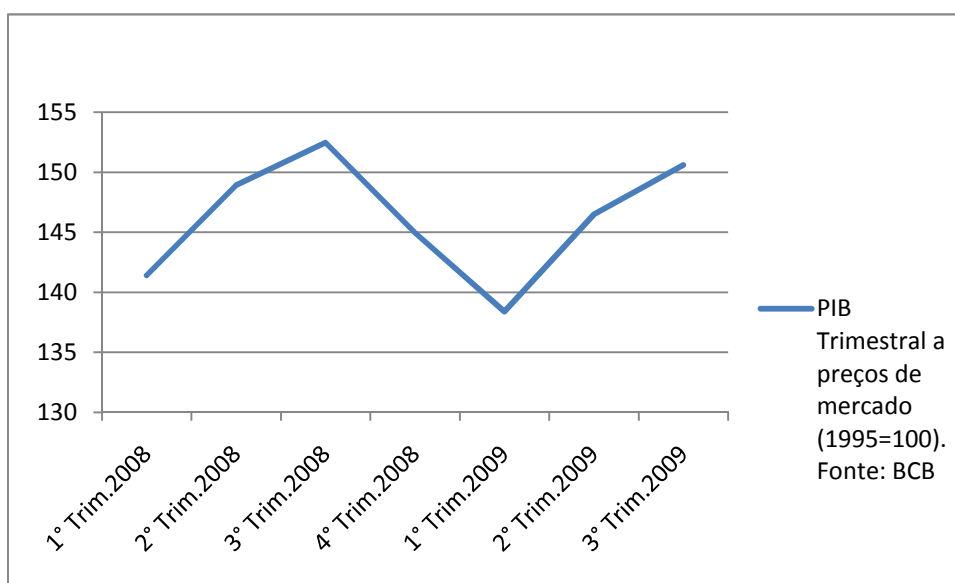
**Gráfico 7 - Evolução da taxa SELIC (em %) desde Janeiro de 2008**



*Fonte: Séries temporais do Banco Central do Brasil*

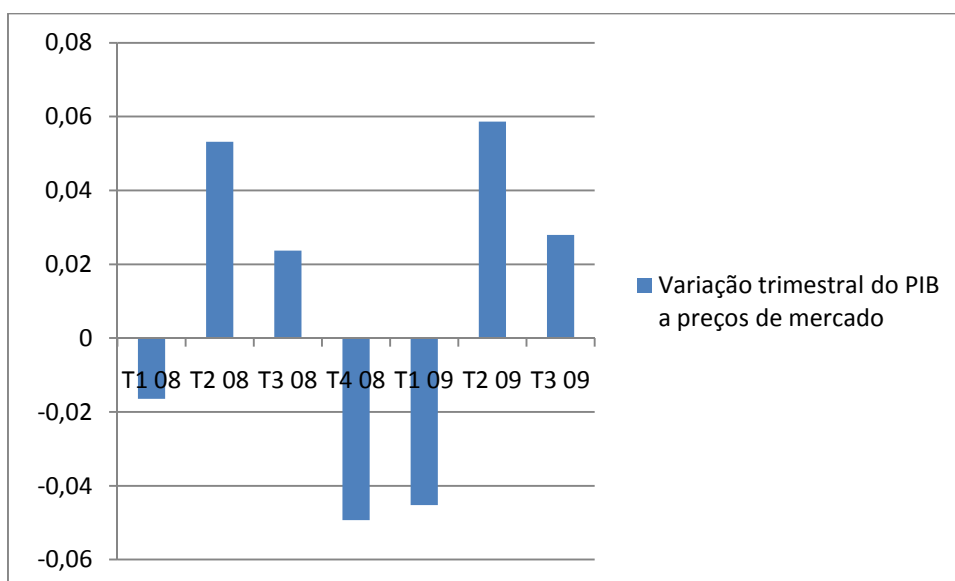
Quanto à evolução do nível de actividade económica, podemos observar, através dos gráficos 8 e 9, que o PIB a preços de mercado sofreu uma forte contracção a partir do final do 3º trimestre de 2008 (no início da crise). Verificou-se, no entanto, uma recuperação sustentada a partir do início do ano seguinte, quando as já referidas medidas contra-cíclicas de política monetária foram tomadas. Esta evolução em V marcado parece indicar que houve capacidade para rapidamente absorver os efeitos da crise e retomar o crescimento.

**Gráfico 8: Evolução do índice do PIB trimestral a preços de mercado**



*Fonte: Séries temporais do Banco Central do Brasil*

**Gráfico 9: Variação trimestral do PIB a preços de mercado**

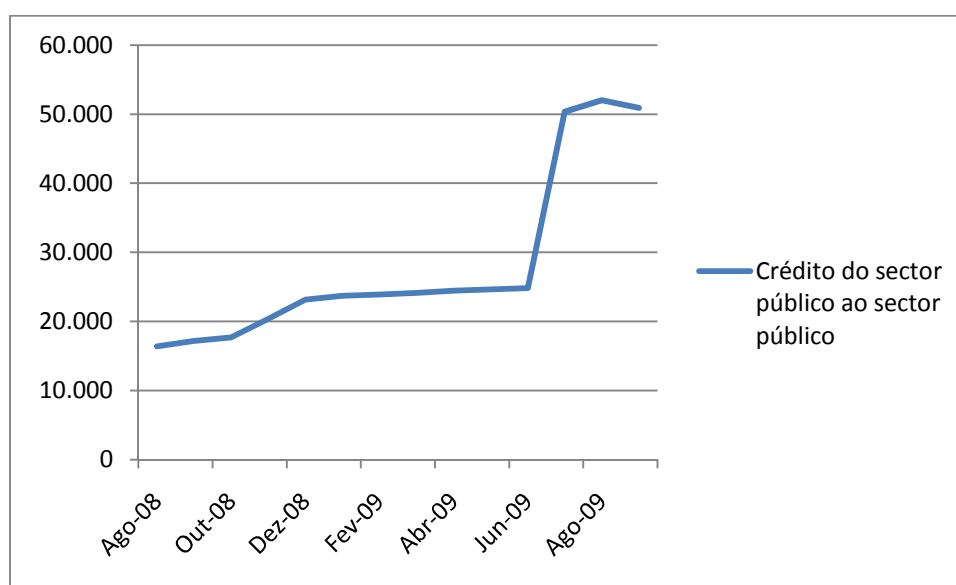


*Fonte: Séries Temporais do Banco Central do Brasil*

Estas medidas de política monetária conjugaram-se, na altura, com o aumento do crédito do sector público aos dois sectores: privado e público. Podemos observar, através da análise dos gráficos 10 e 11, que houve um forte impulso da oferta de crédito por parte do sector público desde o início da crise (sobretudo ao sector público), que ajudou a manter níveis aceitáveis de liquidez no sistema financeiro, impedindo a falência de instituições financeiras (sobretudo dos pequenos e médios bancos). Sem este aumento

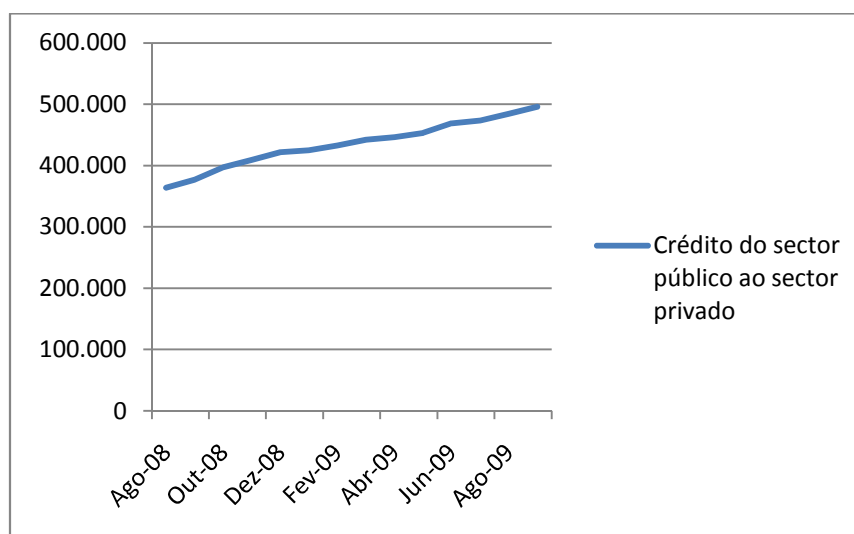
da oferta de crédito por parte das instituições financeiras públicas (nomeadamente o BNDES) na altura em que o impacto da crise se começou a fazer sentir, teria sido difícil evitar a escassez de crédito, por um lado, e proceder às já referidas reduções das taxas de juro, por outro. As formas através das quais esta expansão da oferta de crédito foi incentivada pelo governo já foram expostas na secção anterior. Segundo Barbosa (2010), estas acções incentivadas pelo Governo conduziram a um aumento da oferta de crédito por parte dos bancos públicos de 33%, e de 9,1% por parte dos bancos privados. Importa salientar que teria sido difícil ao governo brasileiro fazer uso destes instrumentos de injeção de liquidez na economia na altura mais crítica na ausência do equilíbrio nas contas públicas - equilíbrio esse que existia de facto no Brasil - sem maiores custos para a economia ou riscos de inflação.

**Gráfico 10- Crédito do sector público ao sector público**



*Fonte: Séries Temporais do Banco Central do Brasil*

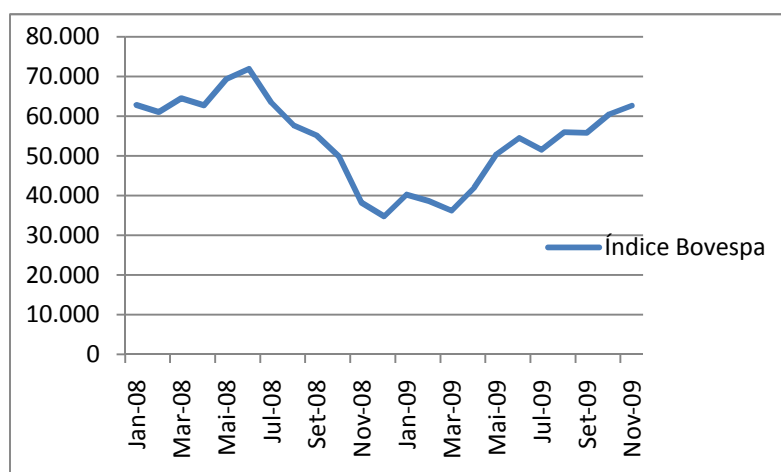
**Gráfico 11 – Crédito do sector público ao sector privado**



*Fonte: Séries Temporais do Banco Central do Brasil*

Também o desempenho da Bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA) esteve de acordo com este panorama geral, também em V acentuado (cf. gráfico 12), tal como vimos para o PIB. Com efeito, o seu principal índice, o BOVESPA, teve, desde Setembro de 2008 até Dezembro do mesmo ano uma queda de 39,8% - consequência do impacto inicial da crise financeira internacional - mas no trimestre seguinte recuperou 35,8%, i.e., no essencial eliminou as perdas registadas, contrastando com o panorama registado em muitos outros países (Fonte: Séries Temporais do BCB).

**Gráfico 12 - Evolução do Índice Bovespa**

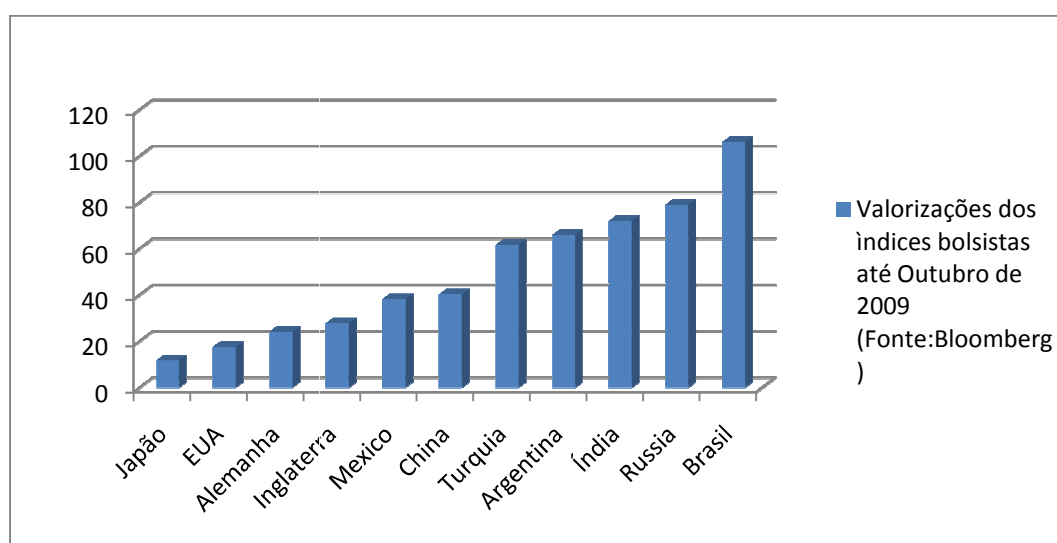


*Fonte: Séries Temporais do Banco Central do Brasil*



Mais, até Outubro de 2009, o IBOVESPA registava a maior subida anual de entre os índices bolsistas dos BRIC, com 106% de valorização, contra 79% da Rússia, 72% da Índia e 40,3 % da China (gráfico 13). Estes resultados, revertendo quase completamente a situação inicial, fizeram, no entanto, aumentar o receio da emergência de uma bolha especulativa centrada no mercado brasileiro.

**Gráfico 13 – Valorizações dos índices bolsistas até Outubro de 2009**



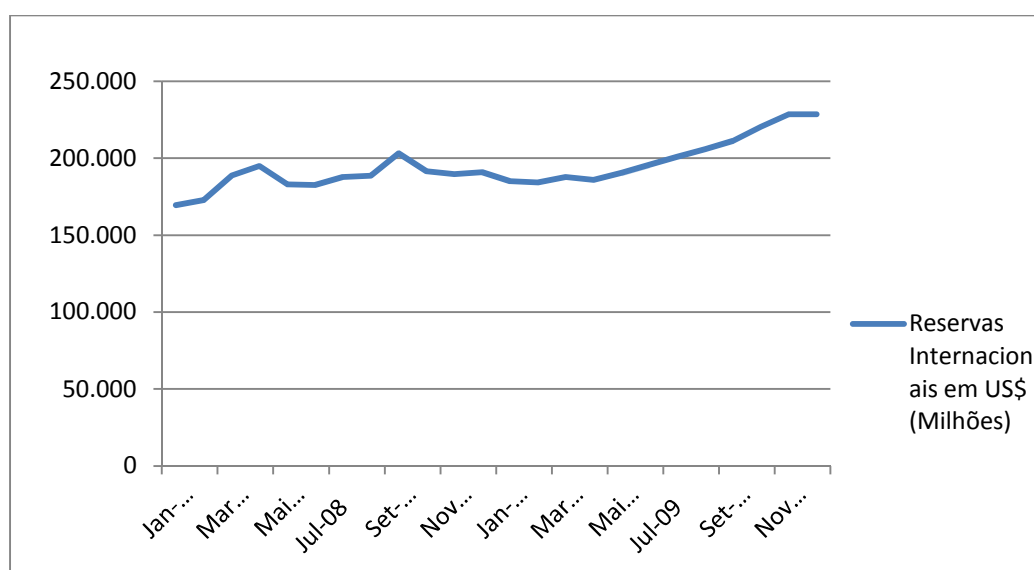
*Fonte: Bloomberg*

Com efeito, no actual contexto internacional, o Brasil tornou-se num dos países mais atractivos para os investidores estrangeiros. A perspectiva de crescimento elevado, que se baseia nas expectativas de investimentos, crescimento do mercado doméstico e na produção de *commodities*, e o facto de o Brasil não impor barreiras á entrada de capitais (como fazem a China ou a Índia), tornam o Brasil num país muito atractivo para os investidores estrangeiros. Esta tendência, apesar ser um sintoma da saúde da economia brasileira, apresenta dois riscos: uma procura excessiva de reais que conduza a uma valorização demasiado elevada da moeda, pondo em perigo as suas contas externas, por um lado, e o aparecimento de uma bolha no mercado accionista brasileiro - como já foi referido - por outro.

Como reagiu o governo brasileiro a estes perigos? Em primeiro lugar, aplicou um IOF – (Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos e Valores

Mobiliários) de 2% no fluxo de entrada de capitais externos para investimento, com o objectivo de reduzir os incentivos às transacções de curto prazo, evitando uma sobrevalorização excessiva do real. Para além disto, e também para combater a possibilidade de problemas cambiais, o Brasil tem vindo a incrementar o seu *stock* de reservas internacionais, como se pode ver pelo gráfico 14.

**Gráfico 14 – Evolução do stock de reservas internacionais**



*Fonte: Séries Temporais do Banco Central do Brasil*

Como vimos na secção anterior, as autoridades brasileiras fizeram uso do *stock* de reservas internacionais acumulado para combater os efeitos do agravamento da crise internacional na economia brasileira, com o objectivo de fazer face à falta de liquidez da economia em moeda estrangeira (fruto da fuga de capital registada a partir Setembro de 2008) e evitar uma excessiva desvalorização do real. No auge da crise, o BCB fez intervenções no mercado cambial, nomeadamente USD \$ 24 mil milhões em financiamentos aos exportadores, USD\$ 14.5 mil milhões em intervenções no mercado à vista para e USD\$ 33 em operações *swap*. Estas operações só foram possíveis porque, como podemos constatar no gráfico 14, o Brasil tinha acumulado perto de USD\$ 200 mil milhões em reservas internacionais antes da crise (segundo as séries temporais do BCB, o país tinha, em Dezembro de 2000, USD\$ 33 mil milhões e, em Dezembro de 2003, USD\$ 49 mil milhões, o que mostra bem a forte acumulação dos últimos anos),

possibilitando que o país tivesse um leque de opções de políticas anti-cíclicas maior do que outros países menos dotados de reservas internacionais. Quando, mais tarde, os capitais estrangeiros voltaram a afluir ao país, as operações efectuadas no mercado de câmbio foram revertidas, provocando um novo aumento no stock de reservas internacionais, como também podemos ver no gráfico. Em Dezembro de 2009, o Brasil tinha USD\$ 238 mil milhões em reservas internacionais.

### 5.3. Conclusões

Este capítulo permitiu-nos ter uma ideia mais consistente acerca da *performance* da economia brasileira durante a crise internacional, bem como das medidas governamentais que ajudaram a que o seu desempenho fosse positivo. Estas medidas não foram, como vimos, meramente reactivas.

No decorrer do período mais crítico da crise, o governo (sobretudo o BCB) fez uso dos instrumentos de política monetária e fiscal ao seu dispor para combater a falta de liquidez existente na economia e no sistema financeiro em particular, nomeadamente através do aumento da base monetária provocado pela descida dos requisitos de reservas das instituições financeiras, da expansão da oferta de crédito através do canal dos bancos públicos (estimulando uma descida das taxas de juro que não foi, no entanto, imediata) e do uso das reservas acumuladas em moeda estrangeira para levar a efeito operações no mercado cambial que evitaram uma excessiva desvalorização do real.

Os indicadores macroeconómicos analisados mostram que o Brasil se ressentiu fortemente quando a crise se agravou, mas mostrou uma maior capacidade do que a maioria dos países para absorver esse choque, tendo iniciado a sua recuperação de uma forma mais rápida e clara.

Um resultado da crise financeira internacional que terá efeitos de longo prazo, muito importante no contexto deste trabalho, tem que ver com a capacidade demonstrada pelo Brasil para resistir aos efeitos da mesma, factor que aumentou a credibilidade do país junto dos mercados financeiros, e que teve como sintomas os *upgrades* de que a economia brasileira foi alvo por parte das principais agências de *rating* (como pode observar-se na tabela 13) e o grande volume de capitais externos que entraram no país desde a segunda metade do ano.

**Tabela 13 - Evolução da classificação de risco do Brasil no passado recente**

Agência	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
S&P	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-
Fitch	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-
Moody's	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Ba1	Baa3

*Fonte: Agências de Rating*

Também a taxa de juro real, que, como sabemos, é ainda muito elevada no Brasil, foi reduzida durante a crise, sendo utilizada como instrumento contra-cíclico. Parte desta redução poderá manter-se quando a crise for ultrapassada, como resultado do desempenho económico durante o desenvolvimento da crise e das novas credenciais obtidas.

## 6. Conclusão

Procurou-se neste trabalho dar resposta à questão colocada na introdução: quais as razões da resistência do sistema financeiro do Brasil à crise financeira internacional?

A recolha de dados e informações para a realização deste trabalho não se mostrou fácil, uma vez que o tema (devido ao curto espaço de tempo que se passou desde o agravamento da crise internacional) não foi ainda explorado em termos de investigação. Este trabalho ficou por isso dependente dos dados recolhidos de instituições oficiais (nomeadamente o BCB) que não tinham sido ainda trabalhados neste contexto.

Foram descritas as principais características do sistema financeiro brasileiro anteriores ao Plano Real, bem como a reestruturação profunda que a aplicação do mesmo provocou e as suas consequências para o funcionamento das instituições financeiras. Fica claro que o sistema em análise chegou à fase mais aguda da crise internacional melhor preparado do que os restantes. Este maior grau de preparação fica a dever-se à necessidade que o sistema teve de adaptar-se a um ambiente de funcionamento mais eficiente, trazido pelas políticas levadas a cabo em meados dos anos noventa com o objectivo de trazer estabilidade macroeconómica ao país. Neste novo ambiente apenas conseguiram sobreviver as unidades que eram geridas com a preocupação de ter lucros sustentados em elevados graus de solvência, operando num sistema concorrencial inserido em condições económicas ortodoxas.

Para que esta depuração do sistema financeiro brasileiro (que o preparou melhor para a crise internacional) tivesse lugar foram fundamentais as reformas levadas a efeito pelos governos de Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso, sobretudo associadas à implementação do Plano Real. Estas reformas foram mais tarde complementadas pelas políticas do Presidente Lula da Silva, que se beneficiaram das condições de estabilidade macroeconómica previamente originadas. As políticas do governo de Lula da Silva foram fundamentais na altura de maior impacto da crise, tendo sido fruto de uma visão altamente integrada das características e necessidades da economia em geral e do sistema financeiro em particular, que se reflectiu, durante a crise, na eficácia das políticas orçamentais e monetárias que ajudaram o sistema financeiro a evitar problemas dramáticos de falta de liquidez e os grupos da população com menores recursos a sentirem menos o impacto de recessão.

O presente estudo permitiu-nos, portanto, entender melhor a ligação entre as especificidades da economia brasileira e a reacção do seu sistema financeiro à crise internacional, bem como ter uma ideia do tipo de reformas que, em determinado contexto, podem ajudar os sistemas financeiros a reestruturar-se, afastando-se de determinadas características adversas. Podemos, a partir deste estudo, estabelecer comparações com outros países e sistemas financeiros que não reagiram bem à crise, tendo obviamente em atenção as diferentes características e pontos de partida das economias.

Este trabalho centrou-se no estudo da reacção da economia, e particularmente do sistema financeiro, à crise financeira internacional. Esta reacção foi, como vimos, positiva. Isto não significa, no entanto, que a mesma esteja preparada para resistir bem a uma crise económica mundial despoletada por um factor diferente (não ligado ao sistema financeiro), como por exemplo uma queda acentuada do preço das *commodities*, de cuja venda a economia brasileira se encontra altamente dependente. A elevada dependência de alguns parceiros comerciais – sobretudo a China – poderia também colocar o Brasil em sérias dificuldades. O estudo da actual capacidade de resistência do Brasil a crises com origens não financeiras seria, portanto, desejável e permitiria ter uma visão mais abrangente da consistência actual da economia brasileira, ajudando porventura a identificar fragilidades que devem ser consideradas.

Para além disto, vimos também que o funcionamento do sistema financeiro, apesar das grandes melhorias evidenciadas ao longo da última década e meia, convive ainda com ineficiências relevantes, que levam, entre outras coisas, a que o custo do capital seja demasiado elevado. Um estudo mais aprofundado sobre as raízes dessas ineficiências (e da sua persistência no tempo) contribuiria também para um conhecimento mais completo do sistema e para a identificação dos aspectos que precisam de ser melhorados.

## BIBLIOGRAFIA

- BAER, W.; NAZMI, N. (2009). O sistema bancário: privatização e reestruturação, in Baer, W.; *A Economia Brasileira*. São Paulo: Nobel.
- BAER, W.; AMMANN, E; (2009). A ilusão de estabilidade: a economia brasileira durante o governo Fernando Henrique Cardoso, in Baer, W., ed.; *A Economia Brasileira*. São Paulo: Nobel.
- BANCO DO BRASIL <http://www.bcb.gov.br/>
- BARBOSA, N. (2010). Latin America: counter-cyclical policy in Brazil: 2008-2009, *Journal of Globalization and Development*. Vol. nº 1, The Berkeley Electronic Press.
- BEGG, D.; FISCHER, S.; DORNBUSCH, R. (2003). *Economics*. 2003. MCGRAW-HILL.
- BNDES <http://www.bndes.gov.br/>
- DOELLINGER, C. (1991). *Reordenação do Sistema Financeiro, Perspectivas da economia brasileira 1992*. Brasília. IPEA.
- ECONOMIST (THE) (1996). Getting it together at last - A special report on business and finance in Brazil, suplemento, Novembro de 2009.
- FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS <http://www.febraban.org.br>
- FRANCO, G. (2005). Auge e declínio do inflacionismo no Brasil in Giambiagi, G.; Viliela, A.; Barros de Castro, L; Hermann, J., eds, *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Campus.
- FITCH <http://www.fitchratings.com>
- HENRIQUES, R (1993). Economia em rumos sombrios: inflação, ordem e violência, em J.R. Vieira e tal. (eds) *Na corda bamba: Doze estudos sobre a cultura da inflação* Rio de Janeiro: Relume & Dumará., 1993.
- HUME, M.; SENTANCE, A. (2009). The global credit boom: challenges for macroeconomics and policy. Bank of England. 2009.
- INSTITUTO DE ECONOMIA DA U.F.F.R. <http://www.ie.ufrj.br>
- LOYOLA, G. (2009). A redução do custo do capital, in Giambiagi, F.; Barros, *O Brasil pós-crise*. Rio de Janeiro: Campus.

LIMA, G. (2005). Evolução recente da regulação bancária no Brasil, in Sobreira R., ed., *Regulação Financeira e Bancária*. Rio de Janeiro. Atlas.

MOURA, A. R. (1998). *A Study of Banking Supervision in Brazil*. São Paulo. Easp/FGV/NPP

MINISTERIO DA FAZENDA <http://www.fazenda.gov.br>

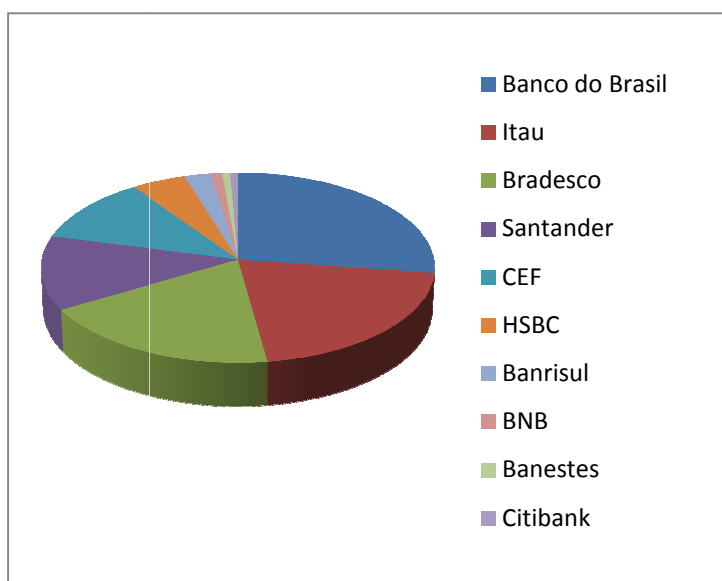
MOODY'S <http://www.moody's.com>

SILVA, J. R. (2002). *Estados e Empresas na Economia Mundial*. Lisboa. Vulgata.

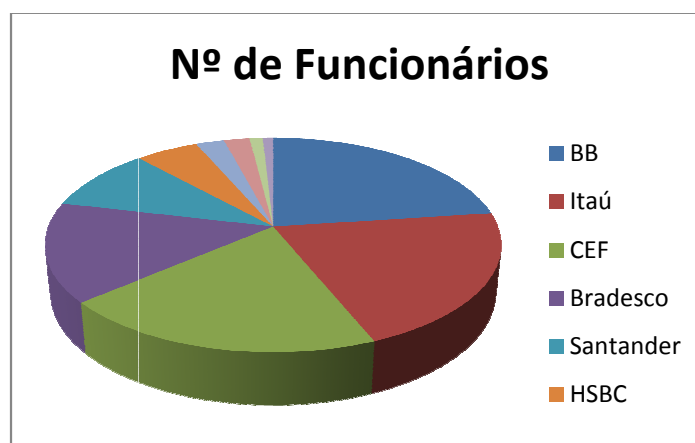


## ANEXOS

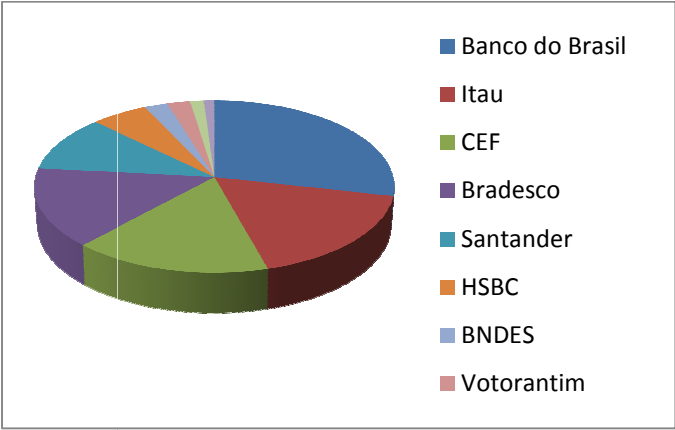
**Gráfico 1- Nº de Agências**



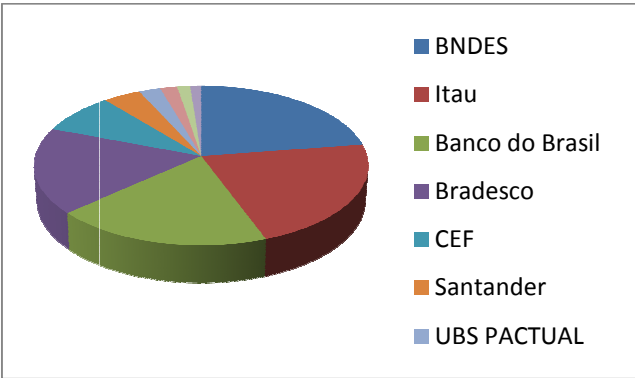
**Gráfico 2- Nº de Funcionários**



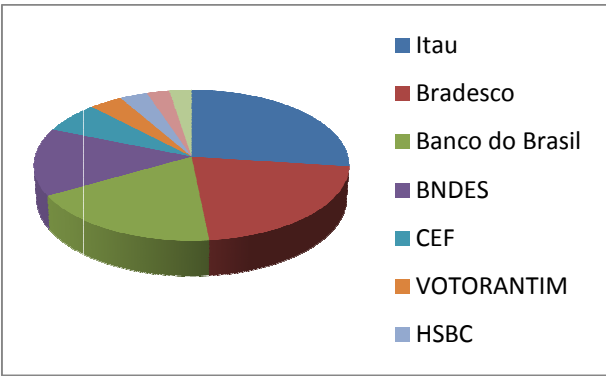
**Gráfico 3- Total de depósitos**



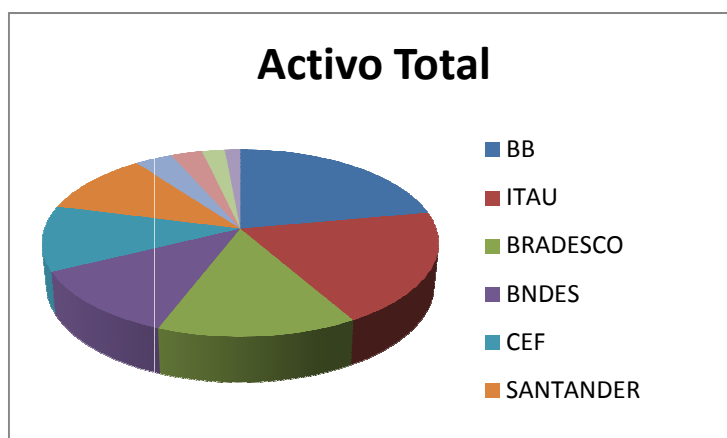
**Gráfico 4 – Lucro Líquido**



**Gráfico 5 - Patrimônio Líquido**



**Gráfico 6 - Patrimônio Líquido**



**Gráfico 7 - Depósitos a prazo (em Mil R\$)**

